

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

## **Stanovení hodnoty podniku**

## **Determination of the Value of the Company**

Student: Bc. Michal Kočíš

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2010

## Zadání diplomové práce

Student:

**Bc. Michal Kočíš**

Studijní program:

N6208 Ekonomika a management

Studijní obor:

6208T020 Ekonomika podniku

Specializace:

00 Ekonomika podniku

Téma:

**Stanovení hodnoty podniku**  
**Determination of the Value of the Company**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Teoretická východiska oceňování
  3. Aplikace teoretických poznatků v praxi
  4. Vyhodnocení výsledků a doporučení
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd ed. New York: Wiley, 2000. 490 s. 0-471-36190-9.  
KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.  
MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2009

Datum odevzdání: 30.04.2010



  
prof. Ing. Zdeněk Mikoláš, CSc.  
vedoucí katedry

  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně.  
Přílohy č. 1, 2, 3 dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnil.

V Ostravě dne 30.4.2010

Na tomto místě bych využil příležitost k poděkování ekonomickému řediteli panu Ing. Příkaskému za spolupráci a poskytnuté informace a rovněž mému vedoucímu diplomové práce panu Ing. Josefu Kašíkovi, Ph.D. za vedení a cenné rady v průběhu psaní práce.

<b>1 ÚVOD.....</b>	<b>1</b>
<b>2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ.....</b>	<b>2</b>
2.1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCENĚNÍ PODNIKU .....	2
2.1.1 Podnik jako předmět ocenění.....	2
2.1.2 Definice hodnoty podniku .....	2
2.2 KATEGORIE HODNOTY PODNIKU .....	4
2.2.1 Tržní hodnota.....	4
2.2.2 Investiční hodnota.....	5
2.2.3 Objektivizovaná hodnota .....	5
2.2.4 Kolínská škola.....	5
2.3 DŮVODY OCENĚNÍ PODNIKU .....	5
2.4 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....	6
2.4.1 Strategická analýza.....	7
2.4.2 Finanční analýza.....	9
2.4.3 Finanční plán.....	16
2.5 PŘEHLED ZÁKLADNÍCH METOD PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....	16
2.5.1 Výnosové metody oceňování .....	17
2.5.2 Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody).....	27
2.5.3 Majetkové ocenění .....	27
<b>3 APLIKACE TEORETICKÝCH POZNATKŮ V PRAXI.....</b>	<b>29</b>
3.1 CHARAKTERISTIKA OCEŇOVANÉHO PODNIKU.....	29
3.2 HISTORIE SPOLEČNOSTI .....	30
3.3 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	32
3.3.1 Analýza makroprostředí.....	32
3.3.2 Analýza mikroprostředí.....	37
3.3.3 Analýza SWOT.....	38
3.4 ANALÝZA STAVOVÝCH A TOKOVÝCH VELIČIN.....	39
3.4.1 Vertikální analýza.....	40
3.4.2 Horizontální analýza.....	43
3.5 POMĚROVÁ ANALÝZA.....	46
3.5.1 Analýza rentability.....	46
3.5.2 Analýza likvidity.....	48
3.5.3 Analýza zadluženosti.....	50
3.5.4 Analýza aktivity.....	51
3.6 OCENĚNÍ PODNIKU.....	53
3.6.1 Ocenění metodou účetní hodnoty.....	53
3.6.2 Metoda diskontovaných peněžních toků DCF – Entity .....	54
3.6.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....	57
<b>4 VYHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ A DOPORUČENÍ.....</b>	<b>59</b>
<b>5 ZÁVĚR.....</b>	<b>60</b>
Seznam použité literatury.....	61
Seznam zkratk	
Seznam použitých vzorců	
Prohlášení o výsledku využití diplomové práce	
Seznam příloh	

# 1 Úvod

Transformace ekonomiky v České republice, která se udála v devadesátých letech 20. stol. byla velmi úzce spojena s transformací vlastnických vztahů a vyvstala potřeba oceňování podniků. V období privatizace se setkáváme s projekty, jejichž cílem bylo vyhledávání a získávání soukromých vlastníků, kteří by měli zájem o spravování a využívání majetku, doposud ve většině výhradně vlastněného státem. Ještě v nedávné minulosti se v naší podnikové praxi vyskytovala potřeba ocenit pouze některé složky majetku. Po dokončení transformačního procesu význam oceňování podniku nikterak neustal. V celosvětové ekonomice se setkáváme s trendem podnikových akvizic a fúzí, koncentrací kapitálu za účelem větší konkurenceschopnosti a perspektivnosti podniků.

Problematika oceňování náleží k významným oblastem finančního řízení podniků. Management podniku jakékoliv podnikatelské jednotky by měl skutečnou hodnotu dané jednotky průběžně kontrolovat, výsledky správně analyzovat a pracovat s nimi pro zdokonalování podnikové činnosti. Oceňování podniku bývá významným kritériem pro dlouhodobá strategická rozhodnutí managementu firmy.

Pro ocenění společnosti bude aplikována metoda účetní dále pak metody výnosové konkrétně metoda DCF – Entity a metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Východiskem pro aplikaci metod je čerpání skutečných dat z účetnictví pro metodu účetní a metodu kapitalizovaných čistých výnosů, dále pak také prognózy a předpokládané vývojové trendy u jednotlivých položek hospodářské činnosti podniku. Odlišné metody pro ohodnocení a také odlišná zdrojová data pro výpočet předznamenávají nerovnající se výsledné hodnoty ocenění. Nutno podotknout, že neexistuje jediný správný model pro ocenění. Na výsledné hodnoty ocenění je nutno nahlížet s pohledem a přístupem pro který byly vypracovány.

První oddíl diplomové práce je vyčleněn pro teoretická východiska ocenění společností, dále pak metodickým postupům a nástrojům včetně jejich charakteristik. Druhý oddíl diplomové práce navazuje na předchozí teoretická východiska. Po představení analyzované společnosti je provedena strategická a finanční analýza včetně analýzy SWOT. Následuje krok ocenění společnosti za pomoci vhodných metod a postupů, je také zhodnocena finanční situace analyzované společnosti. Poslední část je následně věnována komparaci a zhodnocení dosažených výsledků.

Cílem diplomové práce je za použití vybraných metod vypracovat a stanovit objektivizovanou hodnotu společnosti KATR a. s. k 1.1.2009 pro potřeby managementu podniku.

## 2 Teoretická východiska oceňování

Přístupy a metodologie oceňování podniků prošly postupným vývojem a odráží se v nich technicko-hospodářský typ dané ekonomiky, informační znalosti a možnosti, stejně tak i stupeň poznání při řízení ekonomických systémů.

Postupným vývojem a zdokonalováním se dnes nabízí celá řada metod pro stanovení hodnoty podniku. Před započítáním samotného oceňování je důležité vytvořit si jasnou představu o tom, co by mělo být cílem našeho ocenění. Důležitou roli taky přisuzujeme volbě metody oceňování, ta nám určuje zda-li bude naplněn cíl daného oceňování. Hodnota podniku je důležitým manažerským nástrojem při řízení podniku a vyžaduje komplexní znalosti a vědomosti v oblasti teorie oceňování podniku.

### 2.1 Obecné základy pro ocenění podniku

K základním prvkům ocenění patří vymezení základních pojmů, také hladin hodnot a důvodů, proč dané ocenění vzniká.

#### 2.1.1 Podnik jako předmět ocenění.

Podnik je v odborných literaturách vymezován různě. Oceňovatelé přikládají největší význam formulaci uváděné v obchodním zákoníku, který vymezuje podnik touto definicí:

*„Pod pojmem podnik rozumíme soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná.“<sup>1</sup>*

Z ekonomického hlediska je důležité nahlížet na podnik jako funkční celek hmotného majetku, nehmotného majetku a lidského činitele, tzn. pracovní síly se svými znalostmi a zkušenostmi. Součástí podnikání je také využívání závazků všeho druhu. Při oceňování podniku je tedy nutné brát v úvahu i rozsah všeho druhu. Komplex těchto složek umožňuje podniku zabezpečení činnosti, pro kterou byl zřízen, tj. přinášení určitého užitku a generování určitého výnosu v současnosti i budoucnosti. Při oceňování je třeba brát všechny složky v jednotě a celistvosti.

#### 2.1.2 Definice hodnoty podniku

V ekonomickém podání je hodnota vyjádřena jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Obecně se tedy týká peněžního vztahu mezi zbožím a službami, které lze koupit, a těmi, kdo je kupují a prodávají. Hodnota podniku neoznačuje skutečnost, ale pouze odhad ceny podniku.

---

<sup>1</sup> Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, § 5, odst. 1)

## Hodnota podniku

*„Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (bud' na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu.“<sup>2</sup>*

## Cena

*„Cena je termín označující částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za zboží nebo službu. Prodejní cena je historickou skutečností, ať je zveřejněna nebo držena jako důvěrná. Cena zaplacená za zboží nebo službu může nebo nemusí mít nějaký vztah k hodnotě, kterou by tomuto zboží nebo službě mohli přisoudit ostatní.“<sup>2</sup>*

## Hladiny hodnoty podniku

Při oceňování podniku můžeme užít různých hladin:

**Hodnota brutto** – hodnota podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity). Zahrnuje hodnotu pro věřitele i vlastníky.

**Hodnota netto** – vyjadřuje ocenění na úrovni vlastníků podniku (ocenění vlastního kapitálu).

Obě hodnoty vymezuje obchodní zákoník. Jako obchodní majetek je označována hodnota brutto a definice zní: *„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely obchodního zákoníku rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“<sup>3</sup>*

Komplexní pohled na majetek podniku a závazky je zahrnut v pojmu obchodní jmění vymezeném v § 6, odst. 2:

*„Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění (dále jen "jmění"). Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.“<sup>4</sup>*

Pod označením čistý obchodní majetek nalezneme hodnotu netto s následující definicí:

*„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“<sup>5</sup>*

---

<sup>2</sup> MAŘÍK, M. a kol.; *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2. str. 17.

<sup>3</sup> Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, § 6, odst. 1)

<sup>4</sup> Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, § 6, odst. 2)

<sup>5</sup> Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, § 6, odst. 3)



Hodnota netto je v obchodním zákoníku vymezena § 6, odst. 4 jako vlastní kapitál: „*Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.*“<sup>6</sup>

Z obchodního zákoníku tedy vyplývá tento závěr:

Je-li úkolem oceňovatele zjistit obchodní majetek, pak má určit celkovou (brutto) hodnotu podniku. Jestliže má oceňovatel vyčíslit čistý obchodní majetek, pak určuje čistou (netto) hodnotu podniku.

## **2.2 Kategorie hodnoty podniku**

Pro účely ocenění rozlišujeme několik kategorií hodnoty podniku. Tyto kategorie vyplývají z následujících otázek.

Kolik bychom mohli dostat od běžného zájemce na trhu za náš podnik? Jaká je hodnota podniku z hlediska konkrétního zájemce? Jakou hodnotu můžeme pokládat za nespornou? viz Mařík (2003)

Tyto hlediska a otázky přispěly k postupnému vývoji čtyř základních přístupů k oceňování podniku:

1. tržní hodnota
2. subjektivní hodnota
3. objektivovaná hodnota
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy

### **2.2.1 Tržní hodnota**

*„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“*<sup>7</sup>

Tržní hodnota je podmíněna existencí trhu s podniky, případně trhu s podíly na vlastním kapitálu podniku, kde se vyskytuje více kupujících a více prodávajících. S tímto způsobem ocenění bychom se měli zabývat zejména při uvádění podniku na burzu cenných papírů, také při prodeji podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující.

Dle mezinárodního standartu se pro subjektivní hodnotu užívá název investiční hodnota.

---

<sup>6</sup> Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, § 6, odst. 4)

<sup>7</sup> MAŘÍK, M. a kol.; *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2. str. 18.

## 2.2.2 Investiční hodnota

*„Investiční hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“*<sup>8</sup>

Investiční hodnota podniku není dána pravděpodobnou cenou na trhu. Prioritou se stává individuální názor účastníků transakce. Hodnota je odvíjena od očekávaných užitků z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, stávajícího vlastníka apod. Metodu je vhodné použít v situacích, kdy např. probíhá koupě a prodej podniku a daný subjekt potřebuje vyčíslit výhodnost transakce, při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.

## 2.2.3 Objektivizovaná hodnota

Při určování objektivizované hodnoty vycházíme z předpokladu, že v podstatě žádná hodnota podniku není objektivní. V určitém pohledu můžeme na tuto hodnotu nahlížet jako na protikladnou subjektivní hodnotu. Je tedy opakem subjektivního ocenění. Podstatou této metody je základ v všeobecně uznávaných datech a při zpracování a výpočtu této metody je nutné držet se určitých zásad a požadavků. Náplní metody je dosažení výsledku s co největší reprodukovatelností ocenění. Objektivizovanou metodu se budeme snažit užít v situacích, kdy je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav tzn. při výpočtu současné reálné bonity podniku, při poskytování úvěru pro společnost apod.

## 2.2.4 Kolínská škola

*„Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Za nejdůležitější funkci je považována poradenská funkce. Smyslem této funkce je poskytnout podklady kupujícímu o maximální ceně, kterou ještě může zaplatit, aniž by na transakci prodělal a o minimální ceně, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal.“*<sup>9</sup>

## 2.3 Důvody ocenění podniku

Důvodů a podnětů k oceňování můžeme rozlišit několik. U každého ocenění je ovšem důležité formulovat o jakou kategorii hodnoty se jedná a jaká hladina (úroveň) hodnoty má být stanovena. Hlavním cílem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty.

---

<sup>8</sup> MAŘÍK, M. a kol.; *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2. str. 21.

<sup>9</sup> KRPATA, T., *Ekonomické analýzy, znalecké posudky* [online] [cit. 2010-04-11]. Dostupné z WWW <<http://www.ekonomicke-analzy.cz/index.html>>.

V dané problematice se na podnik nahlíží jako na zboží, které je určeno ke směně. Proces oceňování je ovlivněn mnoha faktory např. zkušeností odhadce, množstvím a kvalitou dostupných informací, účelem ocenění, časovou dimenzí pro zpracování, atd. V praxi je rozšířen názor, že neexistuje jediné, obecně správné a platné ocenění.

a) ocenění související s vlastnickými změnami

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku
- nepeněžitý vklad do společnosti
- ocenění v souvislosti s fúzí
- ocenění v souvislosti s rozdělením společností
- ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí
- dědické řízení

b) ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám

- změna právní formy společnosti
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru
- ocenění v souvislosti se sanací podniku

(Zdroj: MARÍK, Miloš a kol.; Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. str. 27)

Finanční ocenění podniku je nástrojem, který nám má podat informaci o hodnotě podniku prostřednictvím určité peněžní částky. Podnikový potenciál je vyjádřen pomocí peněžitého ekvivalentu. K výsledné hodnotě, kterou zjišťujeme se můžeme propracovat při použití více oceňovacích metod.

## **2.4 Postup při oceňování podniku**

Přístup k oceňování podniku je závislý na konkrétních podmínkách. K důležitým prvním krokům oceňování patří především vyjasnění důvodu z jakého bude oceňování prováděno, dále pak hodnota, která by měla být stanovena výsledkem oceňování. Volbu technik ocenění podřizujeme především účelu, pro který má ocenění sloužit.

### **1. Vymezení zadání práce**

Úvodním krokem oceňování, kterým je nutno se zabývat, je především vymezení účelu, pro který se ocenění zpracovává. Nadefinováním cíle práce se nám usnadní výběr modelů, dle kterých vzniká ocenění.

### **2. Vytvoření pracovního týmu**

V praxi většinou zpracovává danou problematiku tým odborníků. Pokud zpracovává externí tým je nutno mít tyto členy: vedoucího týmu, specialisty, asistenty. Podstatná je ovšem účast zástupců top managementu v pracovním týmu. Ti plní funkci zadavatelů zadání práce, ale především jsou dodavateli informací z podniku.

### 3. Plán práce

Nutným krokem je stanovení závazných termínů prací ve vazbách na cíl a termín řešení.

### 4. Sběr informací

Pro objektivní ocenění je nutné shromáždit informace jak o podniku samotném (zahrnuje minulý vývoj, současný stav, i predikci budoucího vývoje), tak informace o okolí podniku (především makroprostředí a mikroprostředí, do kterého analyzovaný podnik spadá).

### 5. Analýza dat

Tento krok procesu oceňování se zaměřuje především na analýzu makroekonomickou, analýzu odvětví, a finanční analýzu podniku.

### 6. Výběr metod ve vazbě na cíl práce

Na analytickou část navazuje aplikace modelů. Je nezbytné aplikovat několik modelů, pomocí kterých lépe posoudíme správnost dosažených výsledků oceňování.

### 7. Analýza ocenění

Aplikování zvoleného metodického aparátu ve vazbě na účel ocenění.

### 8. Syntéza výsledků

Zpracování celkového shrnutí výsledků všech aplikovaných metod. Zahrnuje také opodstatnění a odůvodnění těchto výsledků s přihlédnutím k údajům, které byly pro výpočet užity. Tento krok je zakončen přípravou závěrečného výroku k oceňované společnosti.

### 9. Závěr

Formulování odborného závěru s prezentací hodnoty podniku, která byla stanovena k určitému datu.

Uvedení data je klíčové.

*„Zpracovatel ocenění do svého závěrečného výroku zpracovává veškerá data, která má v daný okamžik k dispozici. V případě, že v budoucnosti opět vznikne potřeba vrátit se k výsledku ocenění, není možno výsledný výrok prostě převzít. Je nutné prozkoumat, za jakých předpokladů bylo ocenění zpracováno a zda se bud uvnitř podniku, nebo z hlediska jeho fungování jako subsystému v rámci celé ekonomiky nezměnily některé skutečnosti natolik, že je nezbytné aktualizovat celý propočet.”<sup>10</sup>*

#### 2.4.1 Strategická analýza

Strategická analýza podává obraz a prognózu vnějšího a vnitřního potenciálu podniku. Hlavní funkcí dané analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Šance a rizika podnikatelského prostředí, ve kterém se podnik pohybuje, nazýváme vnějším potenciálem.

---

<sup>10</sup> KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6. str. 17.

*„Pokud analyzujeme vnitřní potenciál, zjišťujeme do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a jak je schopen čelit jeho rizikům. Koncentrovaným vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn jeho hlavních silných a slabých stránek s důrazem na otázku, zda podnik má nějakou podstatnou konkurenční výhodu (či výhody). Důležitým rozměrem analýzy vnitřního potenciálu je tedy analýza konkurence oceňovaného podniku.“<sup>11</sup>*

## **Analýza makroprostředí**

Výkonnost podniku je podstatně ovlivněna také prostředím, ve kterém podnik svou činnost provozuje. Na podnik působí vývojové trendy a vlivy makroprostředí. Politické, ekonomické, technologické a sociální prostředí vytváří komplexní národohospodářské a podnikatelské klima. Podnik je v tomto kontextu prvkem systému a s okolním makroprostředím ho spojují četné vazby. Práci odhadce při stanovování hodnoty podniku je mimo jiné analýza podmínek, které ovlivňovaly výkonnost podniku jak v minulosti, současném vývoji, i podmínky prognózované pro podnikovou budoucnost.

K prvkům makroprostředí, které významně ovlivňují výkonnost podniku a je vhodné je podrobně analyzovat patří např. tyto faktory:

- Tempo růstu HDP
- Vývoj fiskální politiky státu
- Vývoj a změny peněžní nabídky
- Vývoj inflace
- Vývoj a změny úrokových sazeb
- Vývoj nezaměstnanosti
- Vývoj a změny devizových kurzů

## **Analýza mikroprostředí**

Každý podnik spadá do konkrétního odvětví národního hospodářství. Z hlediska strategické analýzy je nutná identifikace základních znaků a prvků odvětví a předpoklad budoucího vývoje daného odvětví. K identifikačním znakům odvětví můžeme přiřadit citlivost na změny hospodářského cyklu, míru a rozsah státní regulace a strukturu sledovaného odvětví.

Citlivost na hospodářský cyklus nám třídí podniky na cyklické – kopírující hospodářský cyklus, odvětví neutrální (bez zásadního ovlivnění hospodářským cyklem) a anticyklické odvětví – u jejichž vývoje vidíme přesně opačný trend než je vývoj HDP (tzn. v období recese je dosahováno podnikových maximálních výkonů, v období růstu HDP podnik vykazuje horší výsledky hospodaření).

---

<sup>11</sup> MAŘÍK, M. a kol.; *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2. str. 48.

Vládní regulace je charakterizována regulovanými cenami, bariérami vstupu do odvětví např. formou udělování licencí státem apod.

Důležitým prvkem této analýzy je také struktura odvětví, kterou lze definovat pomocí pěti konkurenčních faktorů dle M. Portera, která ovlivňují výkonnost odvětví.

1. Potencionální noví konkurenti

- Hrozba vstupu nové konkurence? Jak snadné nebo naopak obtížné je pro nového konkurenta vstoupit na trh? Bariéry vstupu do odvětví?

2. Stávající konkurenti

- Dominantní konkurent na trhu? Existující konkurenční boj mezi stávající konkurencí?

3. Smluvní síla odběratelů

- Vyjednávací schopnosti odběratelů? Jak silná je pozice odběratelů?

4. Smluvní síla dodavatelů

- Jak silná je pozice dodavatelů? Monopolní dodavatel?

5. Hrozba nových (substitučních) výrobků

- Lze naše produkty a služby nahradit jinými výrobky?

## 2.4.2 Finanční analýza

Finanční analýzu řadíme mezi nejdůležitější nástroje finančního řízení, je důležitým prvkem při ocenění podniku.

Její úlohou při oceňování je naplnit tyto dvě funkce

- Provéřit a vyhodnotit finanční zdraví podniku.
- Sestavit základ pro finanční plán.

Pomocí finanční analýzy se management podniku pokouší udržet „finanční zdraví“ podniku, snaží se najít a eliminovat slabé stránky, na druhé straně determinovat silné stránky, nové příležitosti a možnosti, které mají zajistit zvyšování podnikové výkonnosti. Díky finanční analýze je propojeno finanční řízení s účetnictvím. Data pro finanční rozhodování jsou prostřednictvím účetnictví poskytována těmito výkazy: rozvaha, výkaz zisku a ztrát, přehled o peněžních tocích.

Dle M. Maříka lze postup finanční analýzy shrnout do čtyř kroků

1. prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů
2. sestavení analýzy základních účetních výkazů
3. výpočet a vyhodnocení poměrových ukazatelů
4. zpracování souhrnného zhodnocení dosažených poznatků

(Zdroj: MAŘÍK, M. a kol.; Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. str. 83)

## Metody finanční analýzy

K sestavení finanční analýzy můžeme užít elementárních metod nebo tzv. metod vyšších.

Elementární metody jsou tvořeny především analýzou:

- stavových (absolutních) výkazů
- rozdílových a tokových výkazů
- poměrových ukazatelů
- soustav ukazatelů – pyramidové rozklady, Dupontův atd.

Vyšší metody

- matematicko-statistické metody
- nestatistické metody

*„Finanční analýza posuzuje tzv. „finanční kondici“ podniku. Za optimální stav, se považuje taková situace, kdy je podnik schopen si zabezpečit efektivní rozvoj za pomoci interních finančních zdrojů. Kladně je hodnocena taková finanční kondice, která vytváří předpoklady k získávání externích finančních zdrojů pro další rozvoj podniku.“<sup>12</sup>*

## Zdroje informací pro finanční analýzu

Dle zákona o účetnictví č. 563/1991 Sb. , ve znění pozdějších předpisů, je základním zdrojem informací účetní závěrka, kterou tvoří rozvaha, výkaz zisku a ztrát, přehled o peněžních tocích, příloha (vysvětlení a doplnění informací získaných z předchozích výkazů).

## Rozvaha

Úlohou rozvahy je zobrazit stav jednotlivých položek aktiv a pasiv (stav majetkové a kapitálové struktury společnosti) v určitém časovém okamžiku, nejčastěji k poslednímu dni účetního období. Je nutno dodržet základní bilanční rovnici, která požaduje rovnost aktiv a pasiv podniku.

## Výkaz zisku a ztrát

Vyjádření podnikové schopnosti (úspěšnosti) z hlediska využívání majetku a zdrojů, kterými podnik disponoval v daném období. Výkaz zisku a ztrát je stejně jako rozvaha, syntetický účetní výkaz, který zachycuje objem výnosů, nákladů a výsledek hospodaření podniku. Hospodářský výsledek vzniká postupně rozdílem výnosů a nákladů v částech provozní, finanční a mimořádné.

## Výkaz peněžních toků

Zobrazuje zachycení změn výše peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů, tzn. příjmů a výdajů podniku za dané účetní období. Výkaz cash flow by měl být souhrnným přehledem, v kterém je znázorněno jakým způsobem podnik peněžní prostředky v daném účetním období získával, a k čemu je

---

<sup>12</sup> KAŠÍK, J. a kol. *Metody a techniky diagnostikování podniku*. Ostrava: Akademie Jana Amose Komenského. 1996. str. 57

poté užíval. Dle základní aktivity podniku je výkaz cash flow rozčleněn do tří částí: CF z provozní činnosti, CF z investiční činnosti, CF z finanční činnosti.

Pro sestavení výkazu můžeme užít dvou metod. Metoda přímá – totální bilance příjmů a výdajů. Přehlednější a v praxi více používanější metoda nepřímá se stanoví jako součet čistého zisku po zdanění a odpisů za dané účetní období.

## **Analýza stavových veličin**

Podstata spočívá ve vzájemném porovnání jednotlivých položek rozvahy, výkazu zisku a ztráty, výkazu cash flow. Výsledkem tohoto porovnávání je horizontální a vertikální analýza.

**Horizontální analýza** – sleduje vývoj zkoumané veličiny v čase.

**Vertikální analýza** – sleduje strukturu finančního výkazu vztaženou ke konkrétní veličině.

## **Poměrová analýza**

Základním nástrojem finanční analýzy je výpočet a interpretace poměrových ukazatelů. Tyto ukazatele jsou konstruovány z účetních výkazů a jejich hodnotu získáme podílem absolutní hodnoty položky nebo souboru položek z bilance nebo z výkazu zisku a ztrát. Pomocí poměrové analýzy můžeme zkoumat vzájemné vztahy a souvislosti mezi ukazateli. V literatuře i v praxi se setkáváme s dělením poměrových ukazatelů do několika skupin podle toho, ze kterých účetních údajů vycházejí a na jaké rysy hospodaření se zaměřují. Důvod můžeme hledat také v tom, že podnik je složitým organismem pro jehož charakteristiku finanční situace nevystačíme jen s jedním ukazatelem. Obvyklé oblasti analýzy pak jsou tyto: rentabilita, likvidita, aktivita, zadluženost, kapitálový trh.

Získané hodnoty poměrových ukazatelů podávají informace o základních rysech podniku. Pro vyšší vypovídací schopnost je možno tyto ukazatele porovnat s oborovým průměrem. Je vhodné aby se analyzovaný podnik nevzdaloval ve většině svých ukazatelů od oborového průměru, v opačném případě by mělo být snahou zjistit co je příčinou odchylek (v pozitivním i negativním směru).

Pomocí charakteristik jednotlivých skupin ukazatelů, můžeme prokázat vzájemné souvislosti mezi těmito ukazateli.

*„Ukazatele rentability vyjadřují dlouhodobou výnosnost použitých zdrojů. Její zajištění je základním předpokladem úspěšnosti podniku.*

*Ukazatele zadluženosti charakterizují poměr cizích a okolních zdrojů financování a zejména vliv na stabilitu podniku.*

*Ukazatele likvidity vyjadřují schopnost podniku dostát svým závazkům, což je zejména odrazem struktury a obratu pracovního kapitálu.“<sup>13</sup>*

K dlouhodobé existenci podniku je nutné udržovat kombinaci, která bude zajišťovat nejen rentabilitu (přínos užítu pro vlastníky), ale i likviditu a přiměřenou zadluženost.

---

<sup>13</sup> KAŠÍK, J. a kol. *Metody a techniky diagnostikování podniku*. Ostrava: Akademie Jana Amose Komenského. 1996. str. 60.



## Ukazatele rentability

V praxi velmi rozšířené a nejčastěji sledované ukazatele. Informují o efektu (přínosu), kterého bylo dosaženo vloženým kapitálem. Nejobecnější tvar tohoto ukazatele bychom mohli vyjádřit jako podíl výnosu a vloženého kapitálu.

Konstrukce těchto ukazatelů se může odlišovat dle typu zisku, který je uveden v čitateli a dále dle toho, jaký vložený kapitál je uveden ve jmenovateli vzorce.

V praxi je rozlišováno několik kategorií zisku:

EBITDA - zisk před úhradou odpisů, úroků, daní

EBIT – zisk před úhradou úroků, daní

EBT- zisk před zdaněním (hrubý zisk)

EAT – zisk po zdanění (čistý zisk)

EAR – nerozdělený zisk, čistý zisk snížený o výplatu dividend nebo podílů na zisku

## Rentabilita aktiv (ROA – Return on Assets)

Často označován za základní ukazatel rentability. Ukazatel, který vyjadřuje efekt připadající na jednotku majetku vloženého do podnikatelské činnosti bez ohledu na to, zda-li majetek byl financován z vlastního kapitálu nebo kapitálu věřitelů.

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva} \quad (2.1)$$

## Rentabilita vlastního kapitálu (ROE - Return on Equity)

Tento ukazatel podává informaci o výnosnosti kapitálu, který do společnosti vložili vlastníci, akcionáři, společníci a další investoři. Ukazatel je konstruován jako poměr čistého zisku a vlastního kapitálu a vyjadřuje kolik čistého zisku připadá na 1 Kč investovaného kapitálu akcionářem.

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \quad (2.2)$$

## Rentabilita tržeb (ROS - Return on Sales)

Po dosazení do tohoto poměrového ukazatele zjistíme kolik Kč čistého zisku připadá na 1 Kč tržeb.

$$ROS = \frac{EAT}{Tržby} \quad (2.3)$$

## Ukazatele likvidity

Problematika likvidity podniku patří mezi nedílné složky hodnocení výkonnosti podniku. V tržních podmínkách ekonomiky je nezbytně nutné, aby podnik kromě rentability dosahoval také potřebné likvidity tzn. udržoval hotovost v takové výši a také ostatní likvidní aktiva (pohledávky a zásoby), aby ve stanoveném čase a rozsahu dokázal podnik plnit své splatné závazky.

## Ukazatel běžné likvidity (Current Ratio)

Ukazatel slouží především k podání informace krátkodobým věřitelům o tom, do jaké míry jsou jejich vložené krátkodobé investice pokryty hodnotou aktiv (majetku). Při interpretaci tohoto ukazatele je potřeba jisté obezřetnosti a odborného nadhledu, neboť ukazatel zahrnuje i zásoby, které mohou tvořit nemalou část oběžných aktiv podniku, avšak nemusejí být příliš likvidní. Dle teorie je doporučována hodnota ukazatele v intervalu 1,5 – 2,5.

$$\text{Ukazatel běžné likvidity} = \frac{OA}{KZ} \quad (2.4)$$

## Ukazatel pohotové likvidity (Quick Asset Ratio)

Přesnější a lépe konstruovaný výpočet pro likviditu, neboť neobsahuje položku zásob. Při výpočtu jsou tedy poměřována tzv. pohotová oběžná aktiva ke krátkodobým závazkům. Doporučované hodnoty ukazatele jsou v intervalu 1,0 – 1,5.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{Zásoby}}{KZ} \quad (2.5)$$

## Okamžitá likvidita (Cash Position Ratio)

Vyjádření schopnosti podniku pokrýt své krátkodobé splatné závazky. Hodnotu ukazatele získáme poměrem mezi krátkodobým finančním majetkem a krátkodobými závazky. Krátkodobý finanční majetek je tvořen jen nejlikvidnější částí oběžného majetku, tzn. pohotové platební prostředky v pokladně, na účtech v bankách, šeky a volně obchodovatelné krátkodobé cenné papíry. Doporučovaná hodnota ukazatele je v intervalu 0,2 – 0,5.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{KFM}{KZ} \quad (2.6)$$

## Čistý pracovní kapitál

Mezi ukazatele likvidity také zahrnujeme tento absolutní rozdílový ukazatel. Rozdílem mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky, tedy s dobou splatnosti nepřesahující jeden rok, získáme hodnotu tohoto ukazatele likvidity.

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky} \quad (2.7)$$

## Ukazatele aktivity

V odborné literatuře můžeme také najít také pod pojmem „ukazatele relativní vázanosti kapitálu v různých formách“. Díky těmto ukazatelům můžeme určit s jakou efektivností dokáže podnik využívat jednotlivé majetkové části v podnikání. Dle účetní rozvahy jsou aktiva rozdělena do několika úrovní, z toho plyne, že i ukazatele aktivity lze kalkulovat na různých úrovních např.: aktiv celkových, dlouhodobých, oběžných. Při výpočtu ukazatele poměrujeme tržby k aktivům, tedy ve vzájemném poměru jsou tokové veličiny a stavové.

Ukazatele proto můžeme interpretovat ve dvou možnostech:

- a) pomocí **obrátkovosti (rychlost obratu)**
- b) pomocí **doby obratu**

### **Obrátka celkových aktiv**

Tento ukazatel je často využíván pro mezipodnikové srovnávání. Čím vyšší hodnotu při výpočtu ukazatele získáme, tím lépe daný podnik svá aktiva využívá.

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} \quad (2.8)$$

### **Doba obratu zásob**

Ukazatel intenzity využití zásob v podniku. Dobu obratu zásob nám vyjadřuje průměrný časový interval od nákupu zásob do jejich prodeje. Snížení finančních a materiálových zdrojů vázaných u klienta dosáhneme zkracováním této průměrné doby.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby} \cdot 360}{\text{Tržby}} \quad (2.9)$$

### **Doba obratu závazků**

Je vyjádřením platební disciplíny podniku. Ukazatel udává průměrný počet dnů, po které zůstávají nesplaceny krátkodobé závazky podniku. V praxi často porovnáván s dobou obratu pohledávek. Dle obecného pravidla by doba obratu závazků neměla být delší než doba obratu pohledávek, neboť by se podnik mohl ocitnout v platební neschopnosti.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{Závazky} \cdot 360}{\text{Tržby}} \quad (2.10)$$

### **Doba obratu pohledávek**

Vyjadřuje počet dní po které je majetek vázán ve formě pohledávek. Průměrná doba od fakturace za hotové výrobky do inkasního dne. Kladným trendem označujeme ten, kdy se snižuje tento ukazatel.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky} \cdot 360}{\text{Tržby}} \quad (2.11)$$

### **Ukazatele zadluženosti a finanční stability**

Pro financování aktiv a podnikové činnosti často podnik využívá kromě vlastního kapitálu i cizí zdroje, tímto jevem vzniká zadluženost. Zadluženost hodnotíme analýzou vztahu aktiv a pasiv. Pomocí výpočtu těchto ukazatelů můžeme získat informace o finanční stabilitě podniku, která je charakterizována strukturou zdrojů financování.

## **Ukazatel celkové zadluženosti (Debt Ratio)**

Vyjádření podílu celkových dluhů na celkových aktivech podniku, neboli podíl věřitelů na celkovém kapitálu, z kterého je následně financován majetek podniku. Vyjadřuje kolikrát je cizími zdroji kryta 1 Kč podnikového majetku.

$$Ukazatel\ celkové\ zadluženosti = \frac{CK}{Aktiva} \quad (2.12)$$

## **Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu (Debt / Equity Ratio)**

Poměrem cizího kapitálu s kapitálem vlastním získáváme ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu, který nám má podat informaci o výši dluhů, které přísluší na 1 Kč vlastního kapitálu. Optimální pásmo zadluženosti je v rozmezí od 80 do 120 %.

$$Ukazatel\ zadluženosti\ vlastního\ kapitálu = \frac{CK}{VK} \quad (2.13)$$

## **Ukazatel úrokového krytí (Times Interest Earned Ratio)**

Pomocí tohoto ukazatele můžeme efektivně zhodnotit dopad zadlužení na zisk podniku. Výsledná hodnota nás informuje o tom, kolikrát jsou z provozního zisku kryté nákladové úroky podniku.

$$Ukazatel\ úrokového\ krytí = \frac{EBIT}{NÚ} \quad (2.14)$$

## **Finanční nezávislost podniku (Equity Ratio)**

Poměr mezi vlastním kapitálem a celkovými aktivy nám podává informaci o tom, jak velká část majetku je kryta vlastními zdroji. Tento ukazatel je také nazýván ukazatelem finanční samostatnosti a patří mezi nejvýznamnější pro zhodnocení celkové finanční stránky podniku. Převrácenou hodnotou tohoto ukazatele se nám naskytne výpočet pro finanční páku.

$$Finanční\ nezávislost\ podniku = \frac{VK}{A} \quad (2.15)$$

## **Ukazatele kapitálové trhu**

Mezi přednosti těchto ukazatelů oproti předchozím poměrovým ukazatelům patří fakt, že nevycházejí pouze z účetních hodnot, ale pro výpočet se užívá i cena akcie a díky tomu si můžeme udělat představu o tom, jak je společnost hodnocena na trhu.

Tato část finanční analýzy je vyhledávána především potencionálními investory do podniku, zejména pak akcionáři. Investor, akcionář se pomocí těchto ukazatelů snaží najít odpověď na otázku zda si uložením peněžních prostředků (investicí) do podniku obstará očekávanou a přiměřenou návratnost. Zájmem akcionáře zůstávají dvě skutečnosti. První je výplata dividend náležící akcionáři, dále pak růst ceny akcie, která byla předmětem jeho investice.

Základem a hlavní náplní těchto ukazatelů je hledání a určování vztahu ceny akcie k vybraným údajům podnikového účetnictví. K nejčastěji sestavovaným a vypočítávaným ukazatelům patří:

- a) účetní hodnota vlastního kapitálu připadající na jednu akcii,
- b) čistý zisk k rozdělení připadající na jednu akcii,
- c) dividenda na akcii,
- d) peněžní tok připadající na akcii,
- e) relace P/E tj. poměr tržní ceny akcie a zisku na akcii,
- f) poměr tržní ceny a peněžního toku připadajícího na akcii nebo účetní hodnoty akcie.

(Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. str. 94)

### 2.4.3 Finanční plán

Především při oceňování podniku pomocí výnosových metod je důležité vycházet z finančního plánu. Ten by měl být v souladu s podnikovým plánem a zároveň jeho dílčí částí. Plán by měl vycházet z dlouhodobé koncepce podniku, tzn. dodržování směru v souladu s vizí a strategií.

Při sestavování finančního plánu jako podkladu pro ocenění společnosti, není nutné sestavovat kompletní celý podnikový plán. Je ale žádoucí zachovat základní logické vazby s podnikovým plánem.

## 2.5 Přehled základních metod pro oceňování podniku

### 1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Kombinované (korigované) výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty

### 2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

### 3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění)

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Likvidační hodnota
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

(Zdroj: DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*)

## 2.5.1 Výnosové metody oceňování

„Teoretický základ výnosových modelů pro stanovení tržní hodnoty podniků je současná hodnota očekávaných výnosů po dobu, po kterou investor bude podnik vlastnit.“<sup>14</sup> Očekávaný užitek držitele nám určuje hodnotu oceňovaného podniku. Tímto užitek může být např. zisk, finanční toky, dividendy.

U těchto modelů je hodnota odvíjena od několika faktorů. Je potřeba nadefinování budoucích výnosů, stanovení nákladů kapitálu, volba časového horizontu.

### Metoda diskontovaných peněžních toků DCF (Discounted Cash Flow)

Při oceňování pomocí peněžních toků, vycházíme z budoucích výdajů podniku. Proto nezbytným prvkem pro výpočet této metody je finanční plán podniku. Výsledné ocenění se odvíjí od reálnosti a objektivní předpovědi pro budoucí vývoj finanční stránky podniku. Při výpočtu metody DCF je nutné splnit tyto tři kroky:

- a) správně a objektivně vymezit budoucí peněžní toky
- b) stanovit náklady kapitálu
- c) stanovení hodnoty pomocí metod ocenění

Podle toho, zda je oceňován celkový kapitál nebo pouze vlastní kapitál a podle toho, jak jsou definovány peněžní toky a náklad kapitálu, lze rozlišit čtyři základní metody oceňování podniku:

### Metody diskontovaných peněžních toků

- metoda DCF – Entity
- metoda DCF – Equity
- metoda DDM (Dividend Discount Model)
- metoda APV (Adjusted Present Value)

(Zdroj: DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku* str. 149)

### DCF – Entity

Tento způsob výpočtu je často v odborné literatuře považován za způsob základní pro ocenění, neboť propočet se provádí na úrovni podniku jako celku.

Volný peněžní tok FCFF (Free Cash Flow to the Firm) je diskontován nákladem celkového kapitálu (WACC).

Hodnota podniku je určena jako perpetuita dle tohoto výpočtu:

$$V_A = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.16)$$

---

<sup>14</sup> KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN

80-7179-227-6. str. 120.

Kde:

FCFF – volný peněžní plynoucí do firmy vlastníkům a věřitelům,

WACC – náklady celkového kapitálu.

## Výpočet FCFF

$$FCFF_t = EBIT_t(1 - T) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t \quad (2.17)$$

Kde:

$FCFF_t$  – volný peněžní tok do firmy,

$EBIT_t$  – zisk před úhradou daní a úroků,

$T$  – sazba daně z příjmů,

$ODP_t$  – odpisy,

$\Delta WC_t$  – změna čistého pracovního kapitálu (OA- krátkodobé závazky),

$INV_t$  – investice.

Při oceňování společností předpokládáme tzv. going concern, tedy nekonečnou existenci podniku. Tento předpoklad, je ale ovlivněn téměř nemožným plánováním peněžních toků pro jednotlivá léta. Proto pro oceňování podniku jsou stanoveny tzv. fáze. Rozlišujeme tedy metody jednofázové, dvoufázové a vícefázové.

Dvoufázová metoda je velmi často aplikována v praxi. Předpokladem pro použití metody je rozdělení budoucího období na dvě fáze. „*První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna.*“<sup>15</sup>

Hodnota podniku dle dvoufázové metody je vypočítána takto:

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t(1 + i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}, \quad (2.18)$$

Kde:

$T$  – délka první fáze v letech,

$PH$  – pokračující hodnota,

$i_k$  – kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.

Výpočet pokračující hodnoty v čase T dle Gordonova vzorce:

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}, \quad (2.19)$$

---

<sup>15</sup> MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2. str. 53.

Kde:

$g$  - předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze,  
tzn. do nekonečna za splnění podmínky  $i_k > g$

$$FCF_{T+1} = FCF_T \cdot (1 + g) \quad (2.20)$$

## Metoda DCF – Equity

Metoda je využívána pro ocenění vlastního kapitálu vyčísluje se tedy hodnota pro vlastníky. Volné peněžní prostředky jsou vztaženy jen k vlastnímu kapitálu (FCFE) a následně pak diskontovány nákladem vlastního kapitálu.

$$V_E = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.21)$$

Kde:

$R_E$  - náklad na vlastní kapitál,

$FCFE$  - peněžní tok plynoucí vlastníkům.

## Výpočet FCFE

$$FCFE_t = EBIT_t(1 - T) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t + S^+ - S^-, \quad (2.22)$$

Kde:

$S^+$  - hodnota přijatých úvěrů,

$S^-$  - hodnota splátek úvěrů v daném období.

Pro podnik s předpokládaným stabilním růstem v budoucnosti se hodnota určí dle vztahu:

$$V_E = \frac{FCFE_1}{R_E - g_n}; \quad (2.23)$$

Dále pak pro výpočet dvoufázové varianty aplikujeme vzorec:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + R_E)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{R_E - g_n} \cdot (1 + R_E)^{-n} \quad (2.24)$$

## Metoda DDM

Hodnotu vlastního kapitálu je možno zjistit i metodou DDM, nebo-li pomocí dividendového diskontovaného modelu. Tato metoda je využívána především v zemích s vyspělou tržní ekonomikou a kapitálovým trhem. Pro výpočet použijeme modifikovaný výpočet DCF, kdy místo FCF použijeme dividendu. Metoda je hojně využívána v ziskových organizacích, které pravidelně vyplácí dividendy akcionářům.

$$V = \frac{DIV}{R_E} \quad (2.25)$$



Je možná i druhá verze výpočtu pro předpoklad konstantního růstu dividendy:

$$V_E = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.26)$$

Kde:

$g$  - označuje meziroční míru růstu dividend,

$DIV$  - hodnota dividendy.

## Metoda APV

*„Tento model slouží k oceňování celkového kapitálu. Finanční toky tvoří toky nezadlužené firmy, které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy. Takto se získá hodnota nezadluženého podniku. Aby bylo možno ocenit zadlužený podnik, je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, tedy daňový štít diskontovat náklady dluhu“*<sup>16</sup>

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.27)$$

Kde:

$FCFE_U$  - finanční toky nezadlužené firmy,

$R_U$  - náklady celkového kapitálu,

$TS$  - daňový štít,

$R_D$  - náklady dluhu nezadlužené firmy.

## Stanovení nákladů kapitálu

Pod pojmem náklad kapitálu rozumíme náklad společnosti na obstarávání jednotlivých složek celkového kapitálu (celkový kapitál jako součet vlastních zdrojů a cizího kapitálu). Náklad kapitálu je podstatně ovlivněn celkovou kapitálovou strukturou. Tyto náklady nám tedy představují minimální očekávanou míru výnosnosti kapitálu. Určení diskontní míry pro výpočet patří k významným úlohám při stanovování hodnoty podniku. Hlavní funkcí diskontní míry je převedení plánovaných budoucích peněžních toků na současnou hodnotu. Pro určení diskontní míry vycházíme z tržních hodnot a snažíme se vyčíslit náklady na cizí a vlastní kapitál.

## Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Struktura vzorce pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu má následující podobu:

$$WACC = R_E \cdot \frac{VK}{K} + R_D \cdot \frac{CK}{K} \cdot (1 - d), \quad (2.28)$$

---

<sup>16</sup> DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vydání. Praha: EKOPRESS, s.r.o. 2006. 188 s. ISBN 80-86119-58-0. str. 163.

Kde:

$R_E$	- náklad na vlastní kapitál,
$R_D$	- náklad na cizí kapitál,
$VK$	- vlastní kapitál,
$CK$	- cizí kapitál,
$K$	- celkový kapitál,
$d$	- daňová sazba právnických osob.

### Náklad na cizí kapitál

Úroky nebo kupónové platby, které musí podnik platit z půjčeného kapitálu věřitelům nám představují náklady na cizí kapitál. Náklady cizího kapitálu v případě, že podnik využívá pro své financování různou strukturu úvěrů (krátkodobé, dlouhodobé), lze stanovit jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které podnik hradí z různých forem cizího kapitálu.

Struktura výpočtu nákladů na cizí kapitál má následující tvar:

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.29)$$

Kde:

$i$	- úroková míra z dluhu,
$t$	- sazba daně.

### Náklady na vlastní kapitál

Nepsaným pravidlem je, že náklady na vlastní kapitál povětšinou převyšují náklady cizího kapitálu. Tento jev je způsobem faktem, že vlastník či investor ukládá své prostředky do podniku na delší období za které musí podstupovat vyšší riziko, a proto požaduje vyšší zhodnocení svého kapitálu. Stanovování nákladů na vlastní kapitál je v praxi obecně složitější než stanovování nákladu cizího kapitálu. Pro určení těchto nákladů, lze využít několika metod:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM
- arbitrážní model oceňování – APM
- dividendový růstový model
- stavebnicové modely

### Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM

Model často využívaný na kapitálově vyspělých trzích. Je řazen k tzv. normativní ekonomii. Tato rovnovážná tržní metoda pro stanovení nákladů na vlastní kapitál má následující podobu. Pro všechny investory očekáváme stejný mezní sklon očekávaného výnosu a rizika:

$$r_e = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f), \quad (2.30)$$

Kde:

$r_e$  - požadovaná míra výnosu pro akcionáře,

$r_f$  - bezriziková úroková míra,

$\beta_i$  - systematické, tržní riziko vyjadřující citlivost investice za změnu výnosové míry z tržního portfolia,

$(r_m - r_f)$  - prémie za riziko akcionáře, kde  $r_m$  je očekávaný výnos celého trhu.

## Arbitrážní model –APM

Vícefaktorový model, který nám s pomocí tržního přístupu pomáhá stanovit náklady na vlastní kapitál. Vícefaktorový model znamená, že model zohledňuje více rizikových položek nebo-li faktorů makroekonomických (hrubý domácí produkt, inflace, atd.), tak i mikroekonomických ukazatelů (rentability, likvidity, zadluženosti, apod.)

Arbitrážní model oceňování nákladu vlastního kapitálu má tento tvar:

$$E(R_E) = R_F + \sum \beta_{EJ} \cdot [E(R_J) - R_F], \quad (2.31)$$

Kde:

$\beta_{EJ}$  - koeficient citlivosti výnosu VK na výnos j-tého faktoru,

$E(R_J)$  - střední hodnota výnosu j-tého faktoru.

## Dividendový model

Již z názvu můžeme předpokládat, že model se bude využívat pro oceňování akcií. Jejichž tržní hodnotu stanovíme jako perpetuitu současné hodnoty budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech.

Výpočet:

$$TC_A = \sum \frac{DIV_t}{R_E}, \quad (2.32)$$

Kde:

$TC_A$  - tržní cena akcie,

$DIV$  - hodnota dividendy.

Stanovení tržní ceny s předpokladem konstantního růstu dividend má následující tvar:

$$TC_A = \sum \frac{DIV_t}{R_E - g}, \quad (2.33)$$

Kde:

$g$  - tempo růstu dividendy.

Analogicky pak náklady vlastního kapitálu vyjádříme jako:

$$R_E = \frac{DIV}{TC_A} \quad (2.34)$$

## Stavebnicová metoda

Metoda pro určení kalkulované úrokové míry s metodou výpočtu blízké např. modelu CAPM. K základní složce bezrizikového výnosů (nejčastěji představována státními dluhopisy) jsou připočítány přírážky, které vyjadřují určitý aspekt rizika.

Stavebnicová metoda pro výpočet vlastních nákladů na kapitál existuje v několika variantách výpočtu především podle toho, jak jsou vymezovány hlavní rizikové faktory. V odborných literaturách se povětšinou setkáme s výpočtem dle M. Maříka. Model je často v zahraničních publikacích označován jako build up model.

Schéma build up metody má tuto podobu:

Výnosnost „bezrizikových“ cenných papírů (tj. desetiletých státních dluhopisů) + Přírážka za riziko
<b>= Kalkulovaná úroková míra</b>

(Zdroj: MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. Str. 127)

Pro stanovení rizikových přírážek užíváme několik modelů. Přírážku za riziko můžeme vyjádřit v závislosti na charakteristice podniku případně jako souhrn dílčích přírážek.

Rizikovou přírážku můžeme také vyjádřit jako přírážku např. za obchodní a finanční riziko, za nižší likviditu akcie, apod.

Základní výpočet má tuto podobu:

$$r_e = r_f + r_o + r_{fr} + r_l, \quad (2.35)$$

Kde:

- $r_f$  - bezrizikový výnos,
- $r_o$  - přírážka za obchodní riziko,
- $r_{fr}$  - přírážka za finanční riziko,
- $r_l$  - přírážka za sníženou likviditu.

Další varianta stanovení rizikové premie – členění podniků do pěti kategorií:

Kategorie	Riziková premie	Popis
1	6 – 10 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>• zavedené podniky, silná pozice na trhu</li> <li>• omezená konkurence</li> <li>• finančně stabilní</li> <li>• výkonné vedení</li> <li>• stabilní minulý vývoj</li> <li>• předpokládaný stabilní vývoj v budoucnosti</li> </ul>
2	11 – 15 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>• zavedené podniky</li> <li>• poměrně silná konkurence</li> <li>• finančně stabilní</li> <li>• dobré vedení stabilní vývoj v minulosti</li> <li>• lze celkem dobře předvídat další vývoj</li> </ul>
3	16 – 20 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>• podniky v odvětvích s velmi silnou konkurencí</li> <li>• dobré výsledky z minulosti</li> <li>• omezená kapitálová náročnost</li> <li>• nevyžadují mimořádné know how</li> </ul>
4	21 – 25 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>• zavedené podniky</li> <li>• cyklický vývoj</li> <li>• závislost na speciálních zkušenostech a znalostech omezené skupiny lidí</li> <li>• obtížně předvídatelný rozvoj</li> </ul>
5	26 – 30 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>• činnost samostatných podnikatelů v oblasti služeb</li> <li>• přenosnost výnosů podniku je problematická</li> </ul>

(Zdroj: MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. Str. 128)

## Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů někdy taky označována jako metoda kapitalizovaných čistých zisků má svůj původ v německy mluvících zemích. V praxi patří mezi často užívané metody především pro svoji jednoduchost. Přes svoji jednoduchost ovšem v praxi metoda musí čelit řadě korekcí, které výslednou konstrukci výpočtu trochu upravují. Metodou vypočítáme hodnotu vlastního kapitálu tzn. uvedená metoda je tzv. „netto“ nebo „equity“. Výnosová hodnota je vypočítána pouze z výnosů pro vlastníky (držitele) vlastního kapitálu.

Metoda je sestavna na principu současné hodnoty trvalých zisků, odhadovaných z historických dat. Tato data jsou čerpána především z účetních výkazů analyzované společnosti konkrétně z údajů bilance, a výkazu zisku a ztrát v časovém horizontu 3-5 předchozích let. Po vytvoření časové řady z účetních dat je potřeba provést několik korekcí.

Klíčovou činností pro aplikování metody je vyčíslit tzv. trvale udržitelný čistý výnos. V podstatě se jedná o čistý zisk, který podléhá úpravě odpisů o reálné opotřebení, nezahrnuje mimořádné výnosy a náklady přechodného charakteru, dále nejsou zahrnuty výnosy a náklady, které bezprostředně nesouvisí s hlavní činností podniku, skryté rezervy apod.

V současné praxi jsou známy a užívány dvě varianty této metody:

- Varianta analytická
- Varianta paušální

Pro první variantu je charakteristické, že vychází z určování čistého peněžního toku tedy z rozdílu mezi příjmy a výdaji (obdobu metody DCF – Equity). Pro výpočet druhé varianty je čistý výnos určován jako rozdíl mezi výnosy a náklady tzn. z upraveného výsledku hospodaření účetní jednotky.

M. Mařík v knize *Metody oceňování podniku* naznačuje tento postup pro výpočet vlastního kapitálu:

1. Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku
2. Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů
3. Odhad kalkulované úrokové míry
4. Vlastní propočet výnosové hodnoty pomocí metody analytické nebo paušální

(Zdroj: MAŘÍK, M. a kol.; *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. str. 227)

Výpočet trvale odnímatelných čistých výnosů k rozdělení je dán vzorcem, a to jako vážený průměr minulých upravených čistých výnosů.

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \sum_{t=1}^K q_t \check{V}_t, \quad (2.36)$$

Kde:

- $\check{V}_t$  - minulé upravené čisté výnosy,  
 $q_t$  - váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu,  
 $K$  - počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Zásadou je vyloučit z časové řady extrémní výchyly.

### **Propočet výnosové hodnoty analytickou metodou**

Výpočet je konstruován na prognóze budoucích výsledků hospodaření ovšem korigovaných o vliv financování. Máme-li k dispozici časovou řadu budoucích odnímatelných čistých zisků s vyloučenými extrémními hodnotami, a zároveň předpokládáme-li pokračující existenci podniku, pak je stanoven tento vzorec pro dvoufázovou variantu:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \frac{TV\check{C}}{i_k} \cdot (1+i_k)^{-T}, \quad (2.37)$$

Kde:

- $H_n$  - hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu,
- $\check{C}V_t$  - odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok  $t$  prognózy,
- $T$  - délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos (tj. délka první fáze),
- $TV\check{C}$  - trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu, zde předpokládáme stabilní úroveň odnímatelných čistých výnosů,
- $i_k$  - kalkulovaná úroková míra

Je možno využít i třífázové metody s následujícím vzorcem pro výpočet:

$$H_n = \sum_{t=1}^m \check{C}V_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \check{C}V_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \frac{TV\check{C}}{i_k} \cdot (1+i_k)^{-(m+n)}, \quad (2.38)$$

V případě omezené životnosti podniku, je hodnota počítána dle následujícího postupu:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \frac{L_T}{(1+i_k)^n} \quad (2.39)$$

Kde:

- $L_T$  - likvidační hodnota podniku na konci roku  $T$ .

## Propočet výnosové metody paušální metodou

Metoda je často používána u společností, u kterých lze jen s obtížemi předvídat budoucnost (např. podniky pracující na zakázku), proto východiskem pro výpočet jsou údaje z časové řady nedávné minulosti. Zásadním předpokladem pro užití této metody je dosahování v budoucnosti minimálně takových výnosů jako doposud. Základem ocenění tedy zůstává výnosový potenciál k datu ocenění a budoucí růstové možnosti nejsou zohledňovány.

Pro výpočet vycházíme z následujícího vztahu:

$$H_n = \frac{TV\check{C}}{i_k}, \quad (2.40)$$

Kde:

- $TV\check{C}$  - trvale odnímatelný čistý výnos,
- $i_k$  - kalkulovaná úroková míra.

## Metoda ekonomické přidané hodnoty

V tržních ekonomikách označována jako EVA (Economic Value Added) představuje ekonomický zisk tzn. nadzisk. Tento nadzisk je dosažen při úhradě jak běžných nákladů, tak i nákladů kapitálu.

Metoda je užívána nejen k oceňování podniku, ale také jako nástroj finanční analýzy nebo pro řízení podniku. Pro výpočet ekonomicky přidané hodnoty čistý výnos z provozní činnosti podniku snížíme o náklady celkového kapitálu. Platí tedy:

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC, \quad (2.41)$$

Kde:

NOPAT - zisk z operační činnosti podniku po dani,

C - hodnota celkového kapitálu,

WACC - průměrné vážené náklady kapitálu.

Pro stanovení hodnoty podniku se postupuje dále podle následujícího vzorce:

$$V = C + \sum \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \quad (2.42)$$

Zájmem investorů je kladná výsledná hodnota ukazatele EVA. Toto pravidlo zajišťuje budoucí růst tržní hodnoty podniku, tzn. i růst bohatství investorů v opačném případě dochází k úbytku hodnoty.

### Schéma výpočtu pomocí metody EVA

Čistá operační aktiva (NOA – net operating assets)
+ Tržní přidaná hodnota (MVA – market value assets)
<b>= Tržní hodnota operačních aktiv</b>
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
- Tržní hodnota neúročených závazků
<b>= Tržní hodnota vlastního kapitálu</b>

(Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. str. 258)

### 2.5.2 Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)

V odborné literatuře se můžeme setkat také s označením metody relativního oceňování, případně označením metody tržního srovnání. Předpokladem aplikace těchto metod je rozvinutý kapitálový trh a dostatečné množství objektivních dat. Tržní metody vychází z porovnání jednotlivých položek aktiv a pasiv s údaji podobných podniků, jejichž podíly jsou veřejně obchodovány na finančních trzích.

### 2.5.3 Majetková ocenění

Tento přístup ocenění nám stanoví hodnotu každé jednotlivé majetkové složky. Souhrnem těchto hodnot je celkové ocenění aktiv podniku. Rozdílem této hodnoty a dluhů a závazků nám představuje výsledná hodnota vlastní kapitál. Důležitou charakteristikou těchto metod je vycházení z reprodukčních pořizovacích cen.



## Účetní metoda

Data pro aplikaci této metody čerpáme z rozvahy společnosti, tzn. vycházíme z historických cen. Výhodou metody je jednoduchá aplikace a snadná dostupnost dat. Naopak nevýhodou je malá přesnost a právě ohodnocení na bázi účetního ocenění. Aplikace historických cen v inflačním prostředí často vede k podhodnocení stálých aktiv a závazků, naopak k nadhodnocení pohledávek společnosti.

$$\text{Hodnotu VK} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů} \quad (2.43)$$

## Substanční metoda

Substanční metoda pro výpočet užívá reprodukčních pořizovacích cen na rozdíl od metody účetní, tzn. že při ohodnocování podniku jsou zohledňovány tržní podmínky.

*„Substanční hodnota podniku je základním oceněním založeným na analýze jednotlivých majetkových složek majetku a rozumíme jí souhrn relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek podniku.“<sup>17</sup>*

Schéma výpočtu substanční hodnoty podniku netto:

*Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách*

$$\begin{aligned} &+ \quad \underline{\text{Výnos s prodeje nepotřebného majetku}} \\ &= \quad \textbf{Substanční hodnota brutto } S_b \\ &- \quad \underline{\text{Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách}} \\ &= \quad \textbf{Substanční hodnota netto } S_n \end{aligned}$$

(Zdroj: DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. str. 112)

## Metoda likvidační hodnoty

Podstata metody vyplývá v určení hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, s předpokladem ukončení činnosti podniku. *„Likvidační hodnota je množství peněz, které můžeme získat prodejem jednotlivých částí podniku. Je tedy dána součtem prodejních cen jednotlivých majetkových složek podniku.“<sup>18</sup>*

<sup>17</sup> MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2. str. 89.

<sup>18</sup> MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2. str. 89.

## 3 Aplikace teoretických poznatků v praxi

### 3.1 Charakteristika oceňovaného podniku

#### Profil společnosti

Obchodní firma:	KATR a.s.
Sídlo:	Stará Ves, Potočná 334/5, PSČ 79 343
Právní forma:	akciová společnost
IČO:	25858947
Založení firmy:	31.12.2000 transformací KATR spol. s r. o. vzniklé 27. srpna 1991
Akcie:	20 ks kmenové listinné na jméno ve jmenovité hodnotě 2 000 000,- Kč 160 ks kmenové listinné na jméno ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč
Registrace:	Krajský soud v Ostravě, oddíl B, vložka 2347
Základní kapitál:	41.600.000,- Kč; splaceno 100%
Předmět podnikání:	výroba pilařská a impregnace dřeva, poskytování služeb pro hospodaření v lesích a pro myslivost

Valná hromada „KATR spol. s r. o.“ 28. 1. 2000 schválila převod obch. podílu společníka ESO V.I.P. ve výši 25% na nového společníka pana Josefa Hamu a ve výši 25% na nového společníka pana ing. Františka Příkazského. Valná hromada „KATR spol. s r. o.“ 28. 6. 2000 rozhodla o zrušení společnosti bez likvidace a její přeměnu na akciovou společností KATR a. s. k 31. 12. 2000 na základě přeměny z 5. 5. 2000.

#### Majetkové účasti

Společnost KATR a.s. vlastní a má význačné podíly v několika společnostech.

**Tabulka 3.1.1: Majetkové účasti společnosti KATR a. s.**

Název společnosti	Sídlo	Výše podílu na základním kapitálu
Pila Krnov, spol. s r. o.	Krásné Loučky, Krnov 1	50 %
Strojírna Loučná, a. s.	Loučná nad Desnou 96	100 %
SKI Karlov s. r. o.	Stará ves, Potočná 334/5	46,51%
RD Rýmařov s. r. o.	Rýmařov, 8. května 1991	62,50 %

(Zdroj: Interní dokumenty společnosti KATR a. s.)

Společnost KATR a. s. je certifikována těmito normami:

#### KATR a.s.

**Obor činnosti:** Nákup, těžba, manipulace, zpracování a prodej dříví, nákup, výroba a prodej řeziva a ostatní dřevní suroviny

**Obor činnosti podle NACE: 6 (DD) - Dřevozpracující průmysl**

**Certifikát: ISO 14001:2004**

**Certifikát: BS 8800/OHSAS 18001**

**Certifikát: CFCS 1004:2006**

ISO 14001 je hlavní norma pro systémy environmentálního managementu, která specifikuje požadavky na zavedení a udržování EMS. V rámci politiky životního prostředí jsou dány tři základní závazky, které splňují požadavky normy ISO 14001. Patří mezi ně:

- prevence znečištění
- dodržování právních předpisů
- neustálé zlepšování EMS [14]

Certifikát OHSAS 18001 zaručuje, že systém řízení bezpečnosti a ochrany zdraví při práci, zavedený ve firmě, byl posouzen akreditovaným certifikačním orgánem a vyhovuje požadavkům standardu OHSAS 18001. [15]

Certifikační systém vznikl za účelem ochrany lesů po celém světě a zamezení jejich devastaci, ke které bohužel stále dochází. Držitel certifikátu zaručuje konečnému spotřebiteli produktů vyrobených ze dřeva nebo lesních produktů, že materiál pro jejich výrobu byl pořízen v lesích pěstovaných trvale udržitelným způsobem a byl pořízen legálně.

Dřevo z certifikovaných lesů prochází přes řetězec těžebních, zpracovatelských, výrobních a obchodních subjektů než se dostane ke konečnému zákazníkovi. Je proto nutno sledovat tok suroviny, aby byl původ dřeva prokazatelný. [16]

### **3.2 Historie společnosti**

Od roku 2001 má účetní jednotka dva rovnocenné akcionáře. V roce 2004 dochází k zásadní změně. Rozhodnutím valné hromady v červnu 2004 dochází k převzetí jmění společnosti SILVA SERVIS a.s. hlavním akcionářem tj. společností KATR a.s. vlastníci cca 99,5 % akcií. S účinností od začátku následujícího roku byl podstatně rozšířen předmět podnikání (o činnosti, které vykonávala společnost SILVA SERVIS a. s.). Tímto krokem společnost dále prohlubuje svůj základní strategický cíl ve zvyšování míry opracování základní suroviny jednotlivými vlastními středisky. Hlavní myšlenkou je organizačně takto vytvořit vedle závodu lesní výroby (pod vedením ředitele lesní výroby), závod dřevařské výroby (pod vedením ředitele dřevařské výroby), a začlenit tak pilařskou výrobu a další zpracování řeziva pod jednotné vedení.

Hlavním cílem, který si společnost uložila pro nejbližší následující roky bylo, vytvoření co největších vlastních zdrojů na zásadní investice do pilařského zpracování v příštím období. Společnost se rozhodla pro spoluúčast při financování projektu výstavby nové pilnice s přibližným termínem realizace v roce 2006.

Pro tento krok se společnost rozhodla v návaznosti na slabší konkurenceschopnost vůči nadnárodním společnostem v hromadné výrobě komerčního řeziva. Díky nové technologii by bylo možné běžné komerční řezivo vyrábět s možnými pružnými změnami v malých dávkách tak, aby podnik operativně dokázal plnit požadavky jak regionálních zákazníků, tak i dlouhodobých exportních odběratelů.

## **2005**

V tomto roce podnik plně nedosáhl svých plánovaných výsledků, i přestože dosažené tržby, výkony, přidaná hodnota a zisk vykazaly růst oproti předcházejícímu roku. Na nedosažení vytyčených cílů se podílelo několik faktorů (odpisy nedobytných pohledávek, posilující kurz Kč vůči EUR, neúspěch ve výběrovém řízení na práce v lesech daného regionu na období r. 2006 až 2010). Všechny tyto faktory vedly k nutnosti vyhlášení ekonomických opatření, jejichž cílem bylo zajistit ekonomický chod společnosti i v dalších letech. Jedním z nutných opatření však bylo i odstoupení od záměru budovat nový pilařský provoz na zelené louce, i přestože technologický výkon na stávající pilnici ve Staré Vsi je na limitní hranici a vyskytuje se jen malý prostor pro zvýšení výkonu. Stagnující trend pilařských provozů analyzované společnosti vůči celoevropskému růstu je nutné omezit minimálně nezbytnou zvýšenou produktivitou práce v pilařské výrobě.

## **2006**

V tomto roce dochází u společnosti KATR a.s. k nutným rozsáhlým organizačním změnám, jejichž potřeba vyvstala v důsledku neúspěchu ve výběrových řízeních pro těžbu a následné opracování dřeva pro léta 2006 – 2008. I v tomto roce společnost musí odepsat některé své nedobytné pohledávky a čelit růstu kurzu Kč vůči EUR. Tyto vlivy se nejvíce podepsaly na hodnocení tohoto hospodářského roku společnosti.

## **2007**

Rok 2007 je charakterizován značnou nejistotou v celém lesnicko dřevařském sektoru způsobenou námitkami proti výběrovému řízení, vyhlášenému dle zákona o zadávání veřejných zakázek. Situaci ovšem mění orkán „Kyrill“. Větrná pohroma, která postihla naše území a celou Evropu z 18. na 19. ledna 2007 se nevyhnula ani regionu ve kterém společnost působí a napáchala lesní polomy a vývraty. V důsledku kalamity velkého rozsahu na území ČR dochází k uzavření nového výběrového řízení na zpracování kalamity a pěstební činnost.

Mezi významné události patří nákup 100 % akcií společnosti Strojírna Loučná a.s. Původně dodavatel veškerého zařízení pilnice se dostal do existenčních potíží, a proto se společnost KATR a.s. rozhodla jej kapitálově posílit. Tímto krokem bylo zabráněno úpadku společnosti a zároveň se tak zachovala strojní výroba na severní Moravě a servis pro dřevařské zařízení společnosti KATR a.s.

Hlavním cílem společnosti pro rok 2008 je operativní řešení výrobních a obchodních problémů na silně rozkolísaném trhu. Nezbytnou nutností zůstává zajištění ziskového provozu, udržení finanční stability společnosti, růst mezd a připravení se na budoucí rozvoj pomocí realizování projektu uzavření celého výrobního řetězce od sazenice po dřevostavbu.

Heslem společnosti pro budoucí vývoj je „rozvoj zpracování suroviny z místních lesů při podpoře jejich obhospodařování trvale udržitelným způsobem“.

Otevřenost ekonomiky ČR a především posilování kurzu Kč vůči EUR vedou společnost k zamyšlení. Ceny hlavního vstupu (pilařské kulatiny) tvoří až 70 % nákladů společnosti. Cena tohoto vstupu se přísně řídí cenou na evropských trzích, a společnost se proto musí vypořádávat s kurzovními riziky. Při pádu evropských cen řeziva ovšem tuzemské ceny zůstávají vyšší a z tohoto důvodu se vedení společnosti rozhodlo do budoucna pro orientaci na tuzemský trh.

Prvním krokem k této orientaci je zájem společnosti KATR a. s. o společnost RD Rýmařov s.r.o. A díky tomuto kroku tak vytvořit aktivní podporu pro spotřebu dřeva ve stavebnictví u nás. Se společností RD Rýmařov má analyzovaná společnost velmi úzké dodavatelsko-odběratelské vztahy a postupně se společnost KATR a.s. stala téměř výhradním dodavatelem řeziva pro dřevěné stavební prvky.

Tyto skutečnosti vyústily ve snahu společnosti o revitalizaci společnosti RD Rýmařov odkoupením 100 % obchodních podílů. Na profinancování této akvizice společnost použije jak vlastních zdrojů, tak i obchodního úvěru. Od této akvizice si společnost slibuje další nárůst spotřeby dřeva a upevnění pozice v regionu. Výrazným synergickým efektem by měla být realizace dalších rozvojových projektů v areálu RD Rýmařov s. r. o.

(Zdroj: Interní dokumenty podniku – samostatně doplněno)

### **3.3 Strategická analýza**

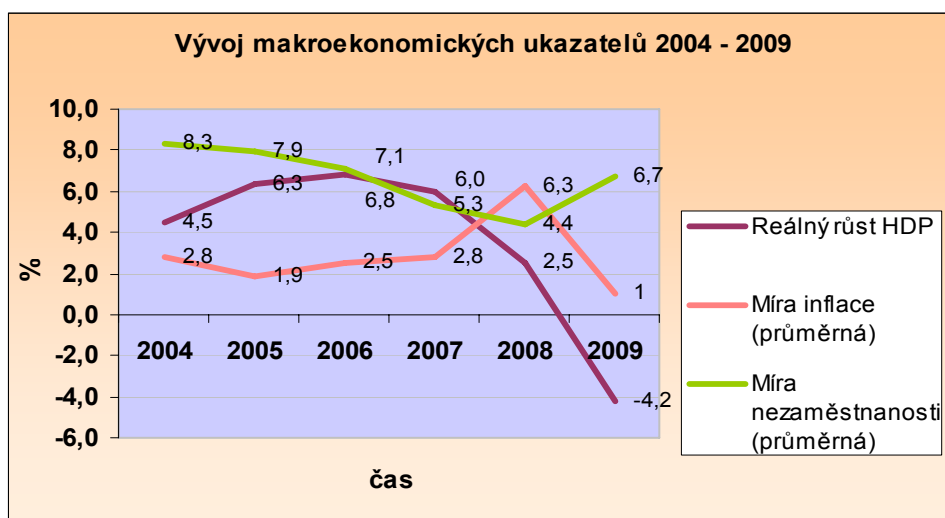
Náplní této analýzy je vypracování kvalitativního rámce pro sestavení plánu budoucího vývoje a také identifikování silných a slabých stránek podniku včetně zohlednění příležitostí a hrozeb.

Strategická analýza podniku KATR a. s. je zaměřena na analýzu makroprostředí, tedy vývoj makroekonomických ukazatelů České republiky, analýzu dřevozpracujícího průmyslu a SWOT analýzu podniku. Pro stanovení hodnoty podniku je důležité zachytit okolnosti, ve kterých podnik svou podnikatelskou aktivitu provozuje, a které na jeho činnost působí.

#### **3.3.1 Analýza makroprostředí**

Při analýze makroprostředí pohlédneme především na vývoj hrubého domácího produktu, úrokové sazby, inflace, míry nezaměstnanosti, výše průměrné mzdy a vývoj kurzu české koruny. Všechny tyto faktory vytváří podstatný vliv na výkonnost analyzované společnosti, a proto je nutno na ně pohlížet, neboť existují vzájemné vazby mezi jednotlivými parametry makroekonomického prostředí a vlastní výkonností samotného analyzovaného podniku.

Obrázek 3.3.1.1: Vývoj makroekonomických ukazatelů pro ČR



(Zdroj: vlastní zpracování)

## Hrubý domácí produkt

Expanzivní vývoj hrubého domácího produktu je zachycen v grafu viz Obr. 3.3.1.1. V období let 2004 – 2007 dochází vůbec k nejvyššímu tempu růstu HDP. V těchto letech je dosahováno reálného zvýšení vždy meziročně o 4,5 %, 6,3 %, 6,8 %, 6,0 %. Růst HDP v těchto letech můžeme přisoudit především přílivu zahraničních investic do ČR, úspěšné exportní politice a v neposlední řadě také zvyšování výdajů na osobní spotřebu. Nejvyššího HDP dosahuje naše ekonomika v roce 2008, kdy v absolutním vyjádření činí HDP 3 689 mld. Kč, nebo po přepočtu pak 353 701 Kč / obyvatele. Ovšem tempo růstu se vrací do hodnot přibližných letem 2001 a 2002 a to 2,5 %. Tento rok předznamenává vrcholnou fázi ekonomického cyklu. V celosvětové ekonomice se setkáváme s oslabením globálního růstu. Pokles HDP na sebe váže celou řadu nežádoucích vlivů jako je pokles zahraničního obchodu, zvýšení míry nezaměstnanosti, horší úvěrové podmínky. Rok 2009 bohužel ještě více prohlubuje celosvětovou hospodářskou krizi. HDP naší ekonomiky v tomto roce poklesl na 3 627 mld. Kč. Optimistické předpoklady předvídají postupné mírné ožívování světových trhů a růst světových ekonomik v roce 2010 prozatím s tempem růstu okolo 0,3 %.

## Míra inflace

Česká ekonomika se z hlediska porovnání míry inflace řadí mezi vyspělé ekonomiky s trvale nízkou mírou inflace. Ve sledovaném období můžeme sledovat poměrně stabilní vývoj. Pouze v roce 2005 vidíme mírné zpomalení inflace na hodnotu 1,9 %. Naopak nejvyšší míra inflace je zaznamenána v roce 2008 6,3 %. Tento nárůst můžeme přisoudit také zvýšením sazby DPH z 5 % na 9 %. Toto zvýšení se dotýká více než 28 % objemu položek spotřebního koše. Administrativní opatření jako je například zvýšení spotřební daně z cigaret, růst cen elektřiny, navyšování regulovaného nájemného, zvýšení cen tepla a zemního plynu jsou dalšími faktory, které se podepsaly na zvýšení míry inflace na výše uvedenou hodnotu.

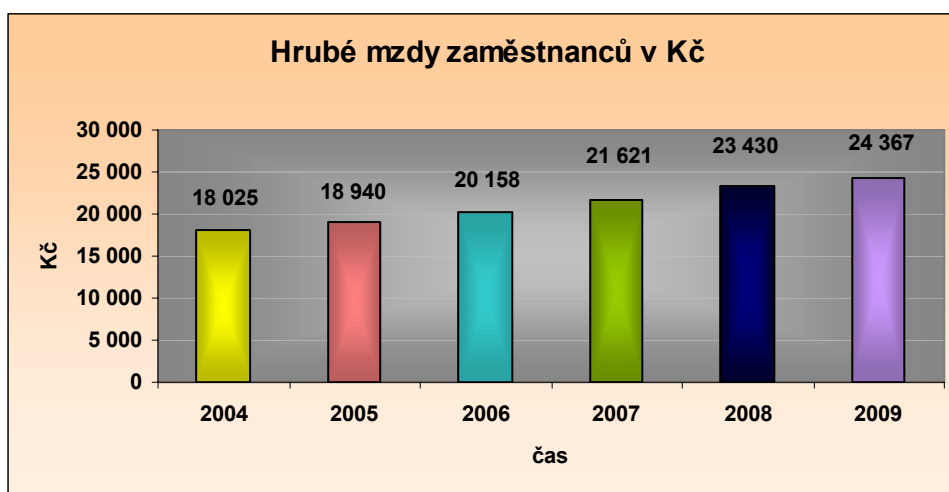
V roce 2009 dochází k poklesu poptávkových a nákladových tlaků a míra inflace dosahuje hodnoty 1,0 %. Pro rok 2010 se dá očekávat vzrůst na hodnotu kolem 2 %, což je vyžadovaná hranice pro dosažení cenové stability pro eurozónu. Dodržení této hranice patří mezi jednu z podmínek pro splnění maastrichtského kritéria.

## Nezaměstnanost a mzdy

Průměrná míra nezaměstnanosti je zachycená v grafu viz Obr. 3.3.1.1. Výchozí hodnota v našem sledovaném období v roce 2004 ukazuje na průměrnou míru nezaměstnanosti ve výši 8,3 %. Po následující roky nám míra nezaměstnanosti vykazuje sestupný trend, který se zastaví až v roce 2007 na průměrné míře nezaměstnanosti ve výši 4,4 %. Tato hodnota je nejnižší za posledních 11 let.

Průměrná hrubá mzda v České republice je vyobrazena v Obr. 3.3.1.2. Po celé sledované období vykazuje průměrná hrubá mzda vzrůstající charakter. Nejnižší hodnoty tedy dosahuje na počátku sledovaného období, tj. v roce 2004 kdy průměrná hrubá mzda v ČR je 18 025 Kč, nejvyšší pak v roce 2009, kdy mzda činí 24 367 Kč.

Obrázek 3.3.1.2: Vývoj hrubé mzdy 2004 – 2009 ČR v Kč.



(Zdroj: vlastní zpracování)

## Úrokové sazby

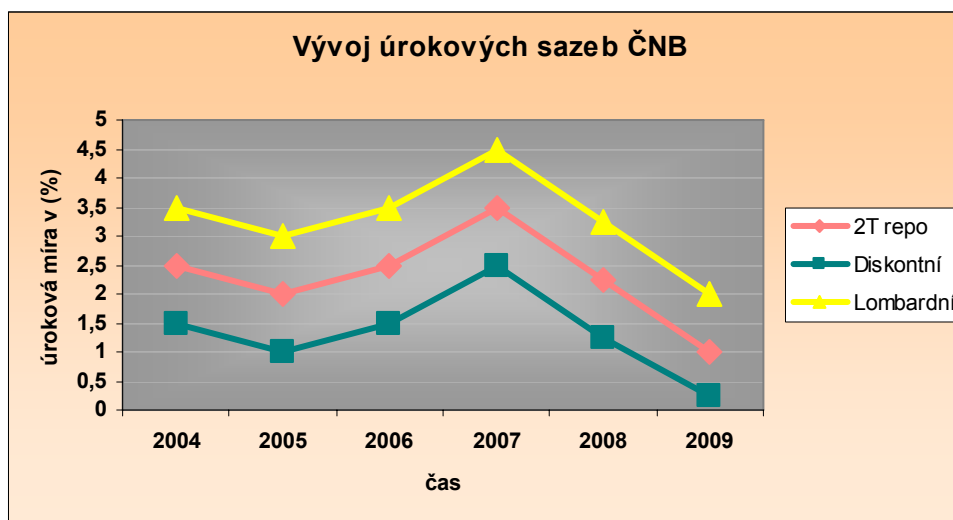
*„Repo sazby a posléze i repo operace jsou využívány jako hlavní měnový nástroj ČNB, který ovlivňuje množství peněz v ekonomice (měnové báze). Banka stahuje měnu z oběhu prodejem svým cenných papírů (nebo pokladničních poukázek) a naopak ji do oběhu uvolňuje nákupem stejných cenných papírů.“<sup>19</sup>* Vývojový trend 2T repo sazby, diskontní sazby a lombardní sazby je zachycen v grafu viz Obr. 3.3.1.3. Pokud se společnost rozhodne pro financování svých investic jinými než vlastními zdroji, bývá častou formou financování úvěr poskytnutý bankou. Z tohoto důvodu je nezbytné sledování a sběr

<sup>19</sup> Finance, *Úrokové sazby České národní banky* [online] [cit. 2010-04-11]. Dostupné z WWW: <<http://www.finance.cz/bankovnictvi/sazby-cnb/>>.

informací o úrokových sazbách, neboť zvyšování nebo naopak snižování úrokových sazeb se může nemalou měrou promítnout do nákladů společnosti.

V analyzovaném období dochází k proměnlivému vývoji úrokových sazeb. Zpomalování tempa inflace a zhodnocování české koruny v roce 2005 vedly ČNB ke snižování úrokových referenčních sazeb na hodnoty 2,0 % 2T repo sazba, 1,0 % diskontní sazba a 3,0 % lombardní sazba. Po následující dva roky ČNB referenční sazby navyšuje pro rok 2006 o 0,5 % a v roce 2007 o 1 % pro všechny tři sledované úrokové sazby. Pro další roky už ovšem ČNB nepředpokládá růst inflace, naopak vedle zmírnění tempa růstu inflace také předpokládá pomalejší ekonomický růst. Výsledkem je pokles úrokových sazeb na hodnoty 2,25 % 2T repo sazba, 1,25 % diskontní sazba a 3,25 % pro lombardní sazbu. Na celosvětovou hospodářskou krizi samozřejmě musí reagovat i ČNB. Pro oživení a udržení perspektiv naší ekonomiky je nutno sáhnout k snížení úrokových sazeb a uvolnění peněžních prostředků do hospodářského oběhu. Sazby 2T repo, lombardní i diskontní dosahují svých minimálních hodnot za sledované období v roce 2009.

Obrázek 3.3.1.3: Vývoj úrokových sazeb ČNB



(Zdroj: vlastní zpracování)

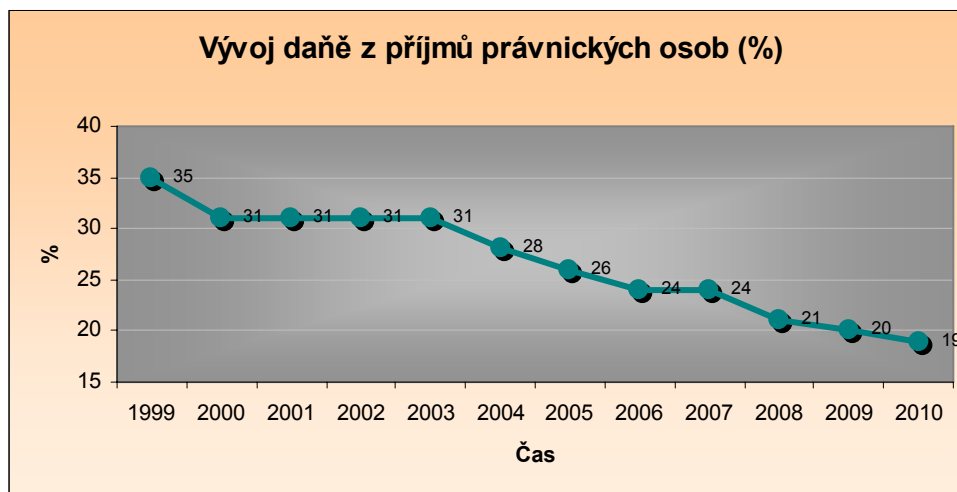
## Fiskální politika

Fiskální politika jako nástroj stabilizační hospodářské politiky se snaží na ovlivnit ekonomiku prostřednictvím veřejných rozpočtů. Cílem je udržování ekonomického růstu a přispívání k stabilní cenové hladině. Mezi hlavní nástroje fiskální politiky patří vládní výdaje, transfery a daně. Pro naši strategickou analýzu se teď zaměříme především na daně z příjmů. Pro účely ocenění našeho sledovaného podniku konkrétně na daň z příjmů právnických osob.

Z hlediska daňového zatížení pro podnik musíme konstatovat zlepšující se trend. Ještě v roce 1999 představovala daň z příjmů právnických osob hodnotu 35 %. Pro následující čtyři roky byla daň stanovena na 31 %. A od roku 2004 dál pozvolným tempem klesá sazba daně z příjmů až na hodnotu 19% v roce 2010 viz Obr. 3.3.1.4.



Obrázek 3.3.1.4: Vývoj daně z příjmů



(Zdroj: vlastní zpracování)

## Predikce

Světová ekonomika se postupně zotavuje z recese, k níž došlo v důsledku krize na finančních trzích. Oživení však zůstává křehké a budoucí vývoj je zatížen mnoha riziky nejen to bude i s ekonomikou ČR.

*„Pro rok 2010 se předpokládá mírný nárůst ekonomické aktivity o 1,3 %. Struktura růstu bude ovlivněna oživením ekonomik našich hlavních obchodních partnerů, a proto by růst HDP měl být tažen zejména zahraničním obchodem. V roce 2011 by se podle současných předpokladů mohl růst ekonomiky zrychlit na 2,6 %.*

*Průměrná míra inflace v letech 2010 i 2011 je odhadována okolo 2,0 %, tedy v blízkosti inflačního cíle ČNB.*

*Na trhu práce se zatím nepříznivě projevují důsledky nižší ekonomické aktivity. Po bezprecedentním nárůstu míry nezaměstnanosti ze 4,4 % v roce 2008 na odhadovaných 6,7 % v roce 2009, by mělo být v roce 2010 dosaženo vrcholu na úrovni cca 8,8 %. Poté by míra nezaměstnanosti měla začít mírně klesat. Zároveň by se v letošním roce měla snížit zaměstnanost o 1,8 %, v roce 2011 by již měla stagnovat. Oproti předchozím letům, kdy se rychle zvyšoval objem mezd a platů, očekáváme, že v roce 2010 dojde k jeho snížení o 0,7 %. V roce 2011 by již mohlo dojít k obnovení růstu o cca 4,5 %. Poměr deficitu běžného účtu platební bilance k HDP by měl zůstat na udržitelné úrovni, v roce 2010 by mohl být poprvé od roku 1993 vytvořen přebytek běžného účtu. Deficit vládního sektoru v roce 2009 dosáhl podle předběžných odhadů výše 6,6 % HDP. Odhad je ovšem stále ovlivněn značnou mírou nejistoty především ve vývoji daňových příjmů, konkrétně u daně z příjmů právnických osob. Nastavení fiskální politiky pro rok 2010 odpovídá plánovanému deficitu sektoru vlády ve výši cca 5,3 % HDP.“<sup>20</sup>*

<sup>20</sup> Naše peníze-ekonomické zpravodajství. *Ekonomická krize ustupuje, nezaměstnanost by měla klesat* [online] [cit. 2010-04-21]. Dostupné z WWW: <<http://www.nasepenize.cz/ekonomicka-krize-ustupuje-nezamestnanost-by-mela-klesat-6099>>.

### 3.3.2 Analýza mikroprostředí

#### Vývoj odvětví

Společnost KATR a. s., jejímž rozhodujícím předmětem podnikání je výroba pilařská a impregnace dřeva, poskytování služeb pro hospodaření v lesích a pro myslivost zařazujeme dle odvětvové klasifikace ekonomických činností (OKEČ) do zpracovatelského průmyslu – oddílu (D) – Zpracování dřeva, výroba dřevařských výrobků kromě nábytku. Oddíl je dále členěn na:

20.1 - Výroba pilařská a impregnace dřeva.

20.2 - Výroba dýh, překližek a aglomerovaných dřevařských výrobků.

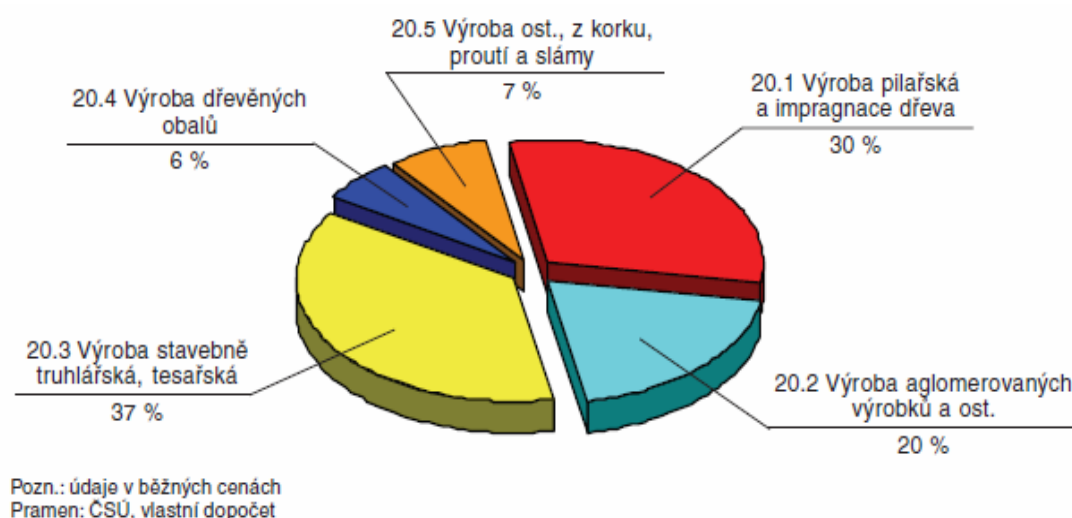
20.3 - Výroba stavebně truhlářská a tesařská.

20.4 – Výroba dřevěných obalů, včetně palet.

20.5 – Výroba jiného zboží ze dřeva, výroba korkařská a košíkářská.

Analyzovaná společnost je zařazena tedy do první skupiny 20.1 – Výroba pilařská a impregnace dřeva. K 1. 1. 2008 došlo k nahrazení OKEČ novou Klasifikací odvětvových činností pod označením CZ-NACE. Dle tohoto třídění zařazujeme společnost KATR a. s. do sekce (C) – Zpracovatelský průmysl, třídy 16.10 – Výroba pilařská a impregnace dřeva.

**Obrázek 3.3.2.1 Dřevozpracující průmysl – podíly jednotlivých oborů na tržbách za výrobky a služby (2008)**



**Graf 5.1 Podíly oborů na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb v roce 2008**

(Zdroj: [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz) – Data a grafy zpracovatelského průmyslu)

Z grafu viz Obr. 3.3.2.1 jasně vidíme, že výroba pilařská a impregnace dřeva zaujímá druhý největší podíl (30 %) na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb pro rok 2008.

V lesích České republiky se ročně vytěží 11 až 14 mil. m<sup>3</sup> dřeva z toho přes 85 % jehličnatého. Více než 90 % vytěženého surového dřeva se dále průmyslově zpracovává. Kulatina je surovina pro dřevozpracující průmysl, dále pak vláknina se užívá při výrobě celulózy a papíru.

Dřevozpracující průmysl je zastoupen v podstatě na celém území republiky a na zpracovatelském průmyslu ČR se v roce 2008 podílel takto: v tržbách za VV a S (v běžných cenách) cca 1,8 %, na účetní přidané hodnotě (v běžných cenách) cca 1,9 % a na počtu zaměstnanců cca 2,8 %.

Podíl odvětví na exportu zpracovatelského průmyslu ČR činil v roce 2008 cca 1,3 %, přičemž hlavními vývozními položkami byly výrobky skupiny 20.1 a 20.2. Podíl na dovozu ZP byl ve sledovaném roce podstatně nižší 0,7 %, a i zde byly rozhodujícími dovozními položkami skupiny výrobků skupiny 20.1 a 20.2. [23]

## **Budoucnost odvětví**

Vývoj a prognóza pro dřevozpracující odvětví je do značné míry usměrňována situací ve stavebnictví, kde se výrazný vzestup v nejbližších letech neočekává. Naopak následky hospodářské krize, které významně zasáhnou právě stavebnictví, ohrozí v nejbližších letech i prosperitu a budoucnost dřevozpracujícího průmyslu. Pracovní místa ve výrobě budou během roku 2009 pravděpodobně ve větší míře rušena.

V delším časovém horizontu by však odvětví dřevozpracujícího průmyslu měl zasáhnout spíše menší pokles zaměstnanosti. Dřevo jako obnovitelný a ekologický zdroj nezaznamená dramatické změny v produkci a poptávce. Odvětví se v současnosti vyznačuje malou kapitálovou intenzitou a lze tedy předvídat, že tok dalších investičních prostředků do odvětví povede ke snížení zaměstnanosti při nezměněné nebo i rostoucí produkci. Předpokládaný trend poptávky po pracovnících bude tedy dlouhodobě mírně klesající. Obnova a reprodukce staršího technologického vybavení za nové bude představovat úsporu pracovních sil, naopak se zvýší požadavky na schopnosti a dovednosti pracovníků s novými technologiemi pracovat. Změněna bude také struktura dřevařských výrobků. Očekává se posun od současné převažující orientace na méně náročné a levnější produkty, jako je pilařská výroba na technologicky náročnější výrobky jako dřevostavby, dýhy, dřevotřískové desky a podobně. Tato změna si vyžádá nárůst odbornosti u mnoha profesí a také vyšší požadavky na zapojení pracovníků do inovačního procesu. Zvýší se rovněž poptávka po pracovnících technologie, kteří budou připravovat nové typy výrob, jejich testování a zahájení výroby nových výrobků. [19]

### **3.3.3 Analýza SWOT**

Je metoda, díky které je možno identifikovat a nadefinovat faktory, které ovlivňují nebo jsou spojeny s podnikovým prostředím. Základem metody je klasifikování a ohodnocení konkrétních faktorů, které jsou rozčleněny do 4 oblastí nebo skupin:

- silné stránky
- slabé stránky
- příležitosti
- ohrožení

Tabulka 3.3.3.1: SWOT analýza společnosti KATR a. s.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>• kvalifikovaní a zkušení zaměstnanci i management společnosti</li> <li>• certifikáty ISO 9001:2000, 14001:2004, BS 8800/OHSAS 18001, CFCS 1004:2006</li> <li>• dlouhodobá praxe</li> <li>• vysoce kvalitní produkty a služby</li> <li>• široké portfolio projektů</li> <li>• dobrá strategie managementu</li> <li>• standardizované logistické toky</li> <li>• diverzifikace předmětu činnosti podniku</li> <li>• dobré jméno společnosti díky kvalitě, sponzorství atd.</li> <li>• dlouholetá spolupráce s dodavateli</li> <li>• poskytování doprovodných služeb ke svým produktům</li> <li>• nabídka více technologií</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• sezónnost nabízených produktů a služeb</li> <li>• přepravní náročnost produktů společnosti</li> <li>• lokalita (dostupnost)</li> <li>• slabá infrastruktura v místě sídla společnosti</li> <li>• příliš umírněná pozice ve financování podniku (spoléhání na vlastní zdroje)</li> <li>• nutnost obnovy stávajícího vybavení společnosti (pro udržení konkurenceschopnosti)</li> <li>• částečně zastaralé technologické zázemí výroby</li> </ul>
Příležitosti	Ohrožení
<ul style="list-style-type: none"> <li>• ekologická výroba</li> <li>• snižování nákladů</li> <li>• vstup ČR do EU</li> <li>• přibližování českého trhu západním požadavkům</li> <li>• inovace výrobků a služeb</li> <li>• spolupráce s učitelskými obory</li> <li>• čerpání prostředků z fondů EU</li> <li>• nové technologie</li> <li>• rozšiřování trhu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• stále se zpřísnující ekologické normy pro výrobu</li> <li>• vstup ČR do EU - nová konkurence</li> <li>• snížení poptávky</li> <li>• celosvětová krize</li> <li>• zpřísnění norem a nařízení ze strany státu i odvětví</li> <li>• růst úrokových sazeb (zdražení financování činnosti)</li> <li>• přírodní podmínky (odvětví s velkou vazbou na přírodní podmínky)</li> <li>• změna spotřebitelských preferencí</li> </ul>

(Zdroj: vlastní zpracování)

### 3.4 Analýza stavových a tokových veličin

K prvotním úkolům finanční analýzy řadíme analýzu vývojových trendů a procentní rozbor složek, které nám mají podat první výchozí informaci o celkovém hospodaření v sledované společnosti. Odborný termín pro tuto činnost je horizontální a vertikální analýza finančních výkazů. Pro rozbor a stanovení struktur a trendů byla použita data společnosti získaná z účetních výkazů (rozvaha, výkaz zisků a ztrát) z období 2004 – 2008.

### 3.4.1 Vertikální analýza

Při této analýze se provádí struktura finančního výkazu vztažená ke konkrétní veličině. Poměrujeme dílčí části finančních výkazů k celkové bilanční sumě.

#### Vertikální analýza aktiv

Ve sledovaném období se objem celkových aktiv každoročně mírně navyšoval s výjimkou posledního roku sledovaného období. Celková aktiva společnosti jsou tvořena stálými, oběžnými aktivy a časovým rozlišením. Na počátku sledovaného v roce 2004 období činila bilanční suma aktiv 267 024 tis. Kč, přičemž na konci sledovaného období tedy v roce 2008 už tato suma činila 305 475 tis. Kč. V absolutním vyjádření to znamená nárůst o 38 451 tis. Kč. Celková aktiva nám tedy vzrostla o 15 %. Nejvíce se na tomto navýšení celkových aktiv odráží růst dlouhodobého majetku, který po celou dobu analyzovaného období vykazuje expanzivní trend. Zatímco v roce 2004 představoval dlouhodobý majetek zhruba 40 % celkových aktiv, v roce 2008 už se podílí na celkové bilanční sumě aktiv více než 63 %. Společnost pro svou činnost využívá především dlouhodobého hmotného majetku, který je tvořen jak těžkou technikou pro užití v lese, tak dřevařskými stroji umístěnými na dřevozpracujících linkách v pilnici. V průměru se tato zařízení podílí na celkových aktivech zhruba 40 %.

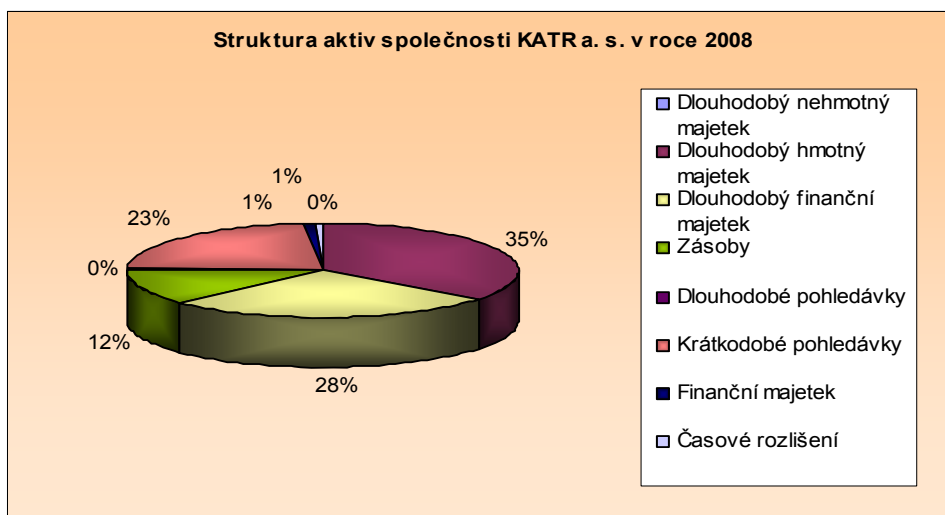
Významnou položkou, která nám ve sledovaném období projevila podstatný nárůst je rozvahová položka dlouhodobý finanční majetek. Pro konkrétnější vyjádření se jedná o podíly v ovládaných a řízených osobách. Společnost k roku 2004 evidovala 50 % obchodní podíl ve společnosti PILA Krnov spol. s r.o. Dále v roce 2007 se stává společnost také 100 % vlastníkem společnosti Strojírny Loučná a. s. Ani rok 2008 není výjimkou v pořízování obchodních podílů jiných společností a podnik KATR a. s. podepisuje smlouvy o převodu 100 % podílu ve společnosti RD Rýmařov s. r. o. Všechny tyto kroky vedly k postupnému navyšování podílu finančního majetku na aktivech společnosti a zatímco v roce 2004 se finanční majetek podílí necelými 4 %, v roce 2008 už činí tento dlouhodobý finanční majetek téměř 30 % aktiv společnosti.

Pro svou činnost společnost využívá samozřejmě také oběžná aktiva, která ovšem vykazují spíše opačný trend oproti stálým aktivům. Za sledované období se oběžná aktiva jen nepatrně navýšila v roce 2005. V dalších obdobích již pozorujeme sestupný trend výše oběžných aktiv. Výší 147 566 tis. Kč se podílela oběžná aktiva v roce 2004 na celkových aktivech poměrem asi kolem 55 %. V roce 2008 vykazují oběžná aktiva stav 110 994 tis. Kč a v celkových aktivech jsou již zastoupena jen necelými 37 %. Oběžná aktiva jsou ve společnosti zastoupena několika položkami. Zásoby za sledované období se podílí zhruba 13 %, krátkodobé pohledávky necelými 30 %. Další položkou vhodnou pro znázornění je finanční majetek představovaný hotovostními prostředky a prostředky na bankovních účtech, které se podílí přibližně 9 % na celkových aktivech. Do časového rozlišení nebo-li ostatních aktiv řadíme náklady příštích období, komplexní náklady příštích období a příjmy příštích období.

U analyzované společnosti se tyto položky podílejí jen minimálně na celkových aktivech, maximálně do objemu 3 % celkových aktiv.

Obr. 3.4.1.1 zachycuje agregovaný přehled vybraných součtových položek aktiv z poslední zveřejněné výroční zprávy za rok 2008, která bude brána jako stěžejní pro další oceňování podniku. Kompletní vertikální analýza aktiv je uvedena v příloze č. 4.

**Obrázek 3.4.1.1 Struktura aktiv společnosti KATR a. s. v roce 2008**



(Zdroj: vlastní zpracování)

## Vertikální analýza pasiv

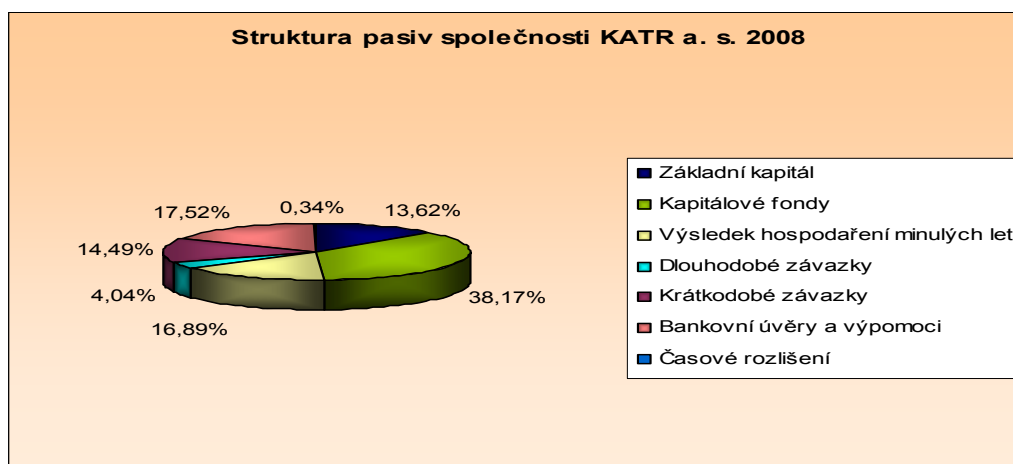
Pro dodržení základní bilanční rovnice se musí bilanční suma aktiv rovnat bilanční sumě pasiv. Po dodržení tohoto pravidla můžeme interpretovat stejný vývojový trend i u celkových pasiv společnosti. S výjimkou posledního roku sledovaného období se nám celková pasiva každoročně mírně zvyšovala. Pasiva podniku nám podávají informaci o tom, z jakých zdrojů je majetek podniku (aktiva) kryty. V účetní rozvaze jsou rozdělena do tří souhrnných celků, které představují vlastní kapitál, cizí zdroje a stejně jako u aktiv časové rozlišení.

Z pohledu pasiv je podíl vlastního kapitálu na celkových zdrojích krytí výrazně vyšší než podíl cizích zdrojů financování. Po celé sledované období tento poměr je vždy více zastoupen vlastním kapitálem. Ten je ve sledovaném období většinou tvořen především kapitálovými fondy, tedy takovými, které jsou definovány jako ostatní kapitálové vklady peněžní i nepeněžní a při jejich vytvoření není navyšován základní kapitál společnosti. Tyto fondy nejsou tvořeny ze zisku a u společnosti představují v průměru téměř 40 % krytí majetku v období let 2004 až 2008. Dále je vlastní kapitál tvořen především základním kapitálem, jejichž rozdíl představuje v účetním vyjádření zhodnocení kapitálu pro akcionáře. Základní kapitál se podílí na celkových pasivech v rozmezí 13 - 16 % ve sledovaném období. Z ostatních vlastních zdrojů, které podnik pro financování využívá, můžeme uvést výsledek hospodaření běžného účetního období a výsledek hospodaření minulých let. Nejvíce se tyto položky podílí na financování v roce 2005, kdy představují téměř 20 % celkových pasiv, nejméně pak v posledním roce sledovaného období, kdy tvoří pouze 8 % celkových pasiv.

Z počátku analyzovaného období podnik využíval ke krytí svého majetku především vlastních zdrojů s postupem času ovšem využívá i zdrojů cizích. V úvodu analyzovaného období, tedy v roce 2004 a 2005 je poměr cizích zdrojů kolem 22 % na celkových aktivech.

Po následující dva roky 2006 a 2007 tento podíl již představuje okolo 28 %. Nejvyššího podílu ale cizí zdroje dosahují v roce 2008, kdy se na celkových pasivech podílí již více než 36 %. Na tomto vzrůstu se nejvíce podílí využití dlouhodobého úvěru od roku 2006 a v posledním roce také využití úvěrů krátkodobého úvěru ve výši 40 000 tis. Kč. Agregovaný součtový přehled pasiv za rok 2008 je zobrazen v Obr. 3.4.1.2, kompletní vertikální analýza pasiv potom v příloze č. 5.

**Obrázek 3.4.1.2 Struktura pasiv společnosti KATR a. s. v roce 2008**



(Zdroj: vlastní zpracování)

## Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

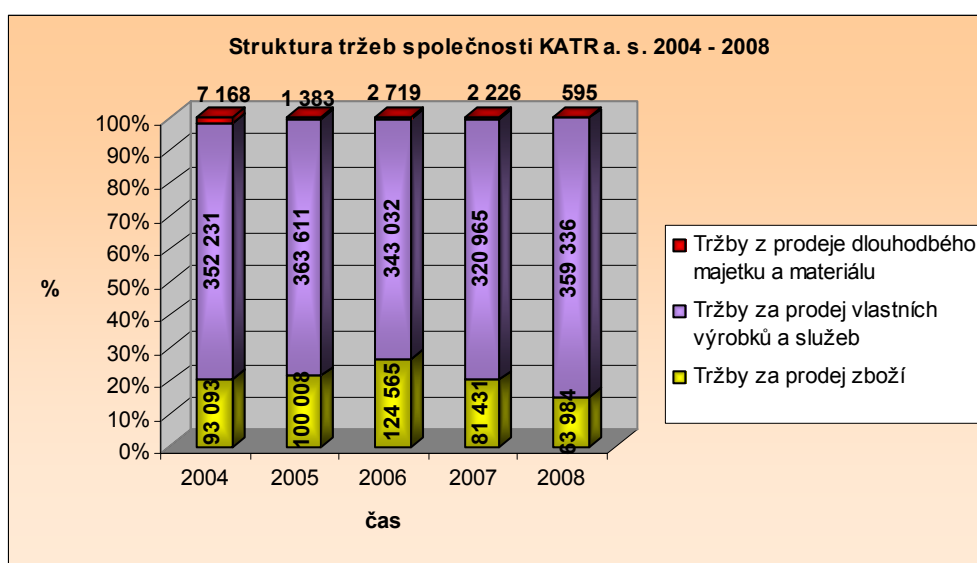
Při sestavování vertikální analýzy výkazu zisku a ztrát se vychází z poměru jednotlivých položek k celkovým tržbám, neboť pro účely oceňování není podstatná jen výše celkového výsledku hospodaření, ale také jakým způsobem bylo hospodářského výsledku docíleno. Celkové tržby jsou tvořeny tržbami za prodej zboží, tržbami za prodej vlastních výkonů a služeb, tržbami z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Největší mírou se na celkových tržbách společnosti podílí tržby za prodej vlastních výkonů a služeb. Po celé sledované období tento poměr je více jak 70 %. V roce 2008 dokonce poměr vyšplhal až k 85 %. Tržby z prodeje zboží jsou podstatně méně zastoupeny v celkových tržbách neboť podnik provozuje obchodní činnost jen jako doplňkovou ke svému podnikání. Nejvyššího podílu dosahují tyto tržby v roce 2006 (26,5 %), nejmenšího pak v roce 2008 (15 %). Prodej zboží provádí společnost prostřednictvím své reprezentační prodejny drobné zahradní a lesní techniky. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu jsou v celkových tržbách promítnuty nejméně, většinou v řádu 1-2 %. K odprodeji majetku dochází pouze v omezeném množství a to pouze při nutné restrukturalizaci či obnově a nahrazení stávajících technologických zařízení, které jsou potřeba nahradit novými modernějšími. Při interpretaci vývoje výkonové spotřeby hovoříme spíše o ustáleném vývoji kdy v letech 2004 až 2007, se podílela výkonová spotřeba na celkových tržbách 54,4 %, 55,6 %, 57,5 %, 57,4 %. Výjimkou je poslední rok sledovaného období, kdy vyšplhal podíl výkonové spotřeby až k 67 %.

Osobní náklady v kterých jsou zahrnuty mzdové náklady, odměny členům orgánů společnosti, náklady sociálního a zdravotního zabezpečení a sociální náklady v průběhu celého sledovaného období dosahují v průměru 15 % podílu ke vztažné veličině.

Provozní výsledek hospodaření nám vykazuje sinusoidový vývoj. Nejlepšího výsledku dosáhla analyzovaná společnost v roce 2005, kdy provozní výsledek hospodaření činil 29 109 tis. Kč. Naopak nejhoršího výsledku, dokonce záporného, dosahuje společnost v roce posledním, kdy výsledek hospodaření je – 24 737 tis. Kč.

Finanční výsledek hospodaření nám po celé sledované období vykazuje pouze záporné ztrátové hodnoty. V celém sledovaném období je vytvářen mimořádný výsledek hospodaření. Minimální hodnoty dosahuje v roce 2006 (28 tis. Kč), maximální hodnoty pak v roce 2004 (379 tis. Kč).

**Obrázek 3.4.1.3 Vývoj struktury tržeb společnosti KATR a. s. v letech 2004 - 2008**



(Zdroj: vlastní zpracování)

### 3.4.2 Horizontální analýza

Pro posouzení absolutní výše změny a její procentní vyjádření k výchozímu roku použijeme horizontální analýzu. Při této analýze tedy poměříme běžný rok s minulým a stejně jako vertikální analýza nám poskytne cenné prvotní informace k orientaci v hospodaření sledované společnosti.

#### Horizontální analýza aktiv

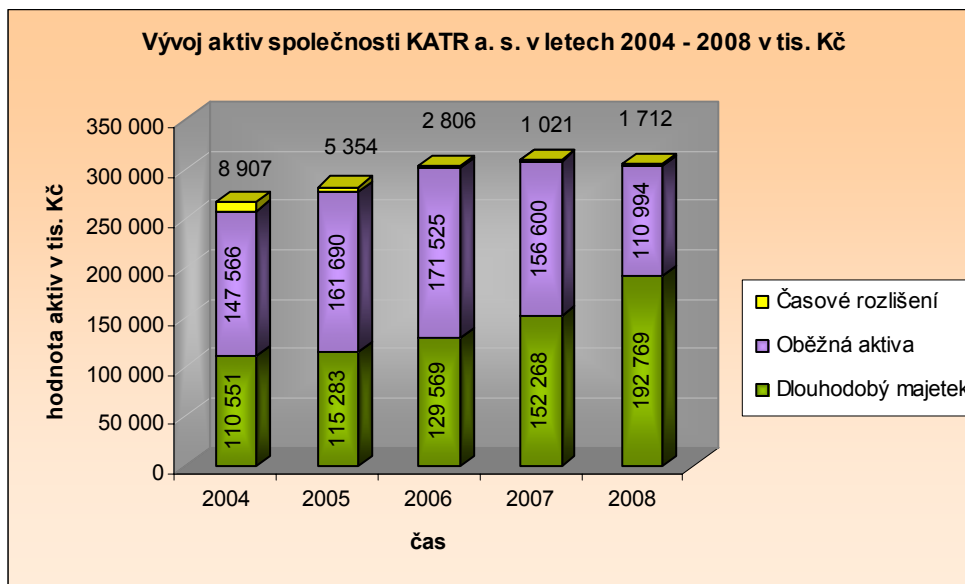
Kompletní horizontální analýza aktiv je uvedena v příloze č. 7. V příloze jsou zaznamenány jak změny relativní, tak i absolutivní. Celková aktiva vykazují expanzivní vývoj. Meziročně se postupně navyšovaly o 5,7 %, 7,6 %, 2,0 %. Jen poslední rok zaznamenáváme menší pokles, který dosahuje hodnoty -1,4 %. V absolutním vyjádření znamenal mezi roky 2004 až 2007 nárůst tedy o 42 865 tis. Kč. Největší měrou se na zvyšování celkové bilanční sumy aktiv podílí především stálá aktiva, která po celou dobu vyjadřují vzrůstající trend.



Naproti tomu oběžná aktiva po dosažení vrcholu v roce 2006 ve výši 171 525 tis. Kč již dále tento trend neudrží a postupně se jejich podíl na celkových aktivech snižuje. V roce 2008 nám oběžná aktiva činí 110 994 tis. Kč, tzn. pokles o 38 %.

Z hlediska oběžných aktiv nám největší proměnlivost vykazují položky zásob a ze součtové položky finanční majetek jsou to peníze na účtech v bankách a samozřejmě také peníze v pokladně. Neboť tyto aktiva řadíme mezi nejlikvidnější, je tento jev běžnou skutečností.

**Obrázek 3.4.2.1: Vývoj aktiv společnosti KATR a. s. v letech 2004 - 2008**



(Zdroj: vlastní zpracování)

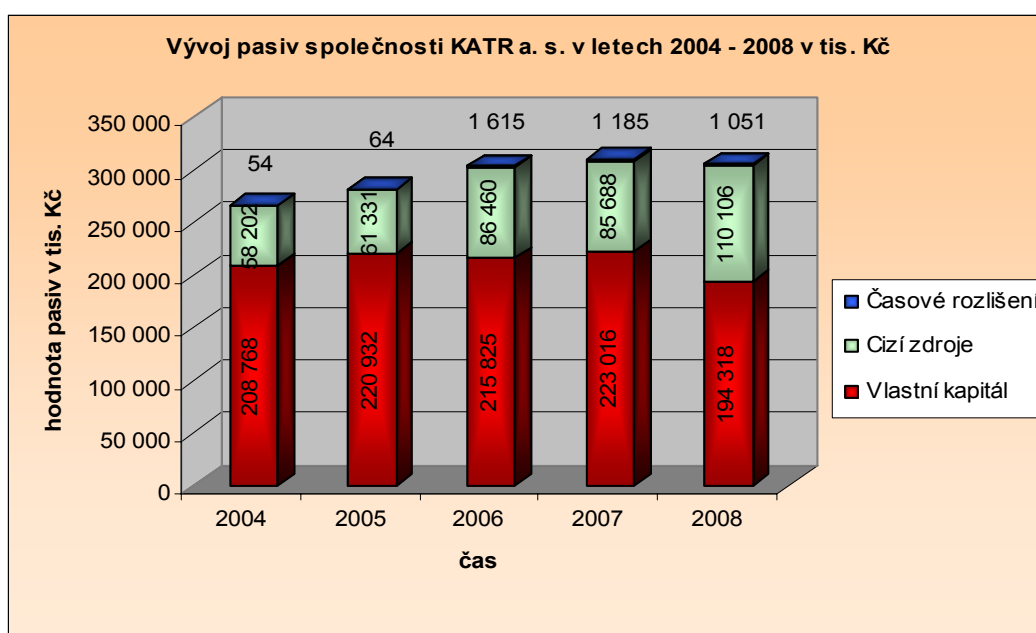
## Horizontální analýza pasiv

Pro dodržení bilanční rovnováhy je nutné, aby se celková suma aktiv rovnala celkové sumě pasiv. Tato skutečnost nám tedy naznačuje stejný vývoj a stejné meziroční změny jako u celkových aktiv společnosti. Jak již bylo výše uvedeno výše, jsou pasiva společnosti tvořena vlastním kapitálem, cizími zdroji a časovým rozlišením, někdy také nazýváno jako ostatní pasiva. Z hlediska vlastního kapitálu nedochází ke změnám základního kapitálu, ten zůstává po sledované období na stejné výši tedy 41 600 tis. Kč. Největší měrou se na proměnlivosti vlastního kapitálu podepisuje kolísání výsledku hospodaření běžného účetního období. Z počátku nám výsledek hospodaření roste až 25 % tempem a dosahuje vrcholu v roce 2005 se sumou 18 536 tis. Kč. Následující rok je ovšem ovlivněn neúspěchem ve výběrových řízeních a nutnými reorganizačními opatřeními. Tyto faktory a ostatně celková nejistota v dřevařském sektoru nám vysvětlují propad výsledku hospodaření o 90 % na výši 1 730 tis. Kč. Následující rok je těžební a dřevozpracující výroba opět na vzestupu a to především díky pracím, nutných k odstranění následků po orkánu, který zasáhl nejen naše území, ale i další oblasti Evropy. V absolutním vyjádření nám hospodářský výsledek roste o 6 735 tis. Kč. Nejhorší období alespoň z hlediska hospodářského výsledku nastává pro společnost v roce 2008, kdy je společnost dokonce ztrátová.

Společnost v letech 2004 – 2008 využívá také cizích zdrojů financování. Jejich podíl se na celkových pasivech každoročně zvyšuje a od roku 2004 narostly cizí zdroje financování téměř dvojnásobně. Zatímco v roce 2004 vykazovaly hodnotu 58 202 tis. Kč, na konci období v roce 2008 už je to suma 110 106 tis. Kč. U závazků společnosti pozorujeme pouze malou proměnlivost s výjimkou roku 2007.

Větší proměnlivost můžeme v účetních výkazech zaznamenat u položky bankovní úvěry a výpomoci. V letech 2004 a 2005 společnost tohoto způsobu financování nevyužívá, po následující roky už však ano. V roce 2006 a 2007 společnost využívá dlouhodobých bankovních úvěrů ve výších 26 500 tis. Kč a 20 010 tis. Kč. V roce 2008 přistupuje také k užití krátkodobého bankovního úvěru ve výši 40 000 tis. Kč.

**Obrázek 3.4.2.2: Vývoj pasiv společnosti KATR a. s. v letech 2004 - 2008**



(Zdroj: vlastní zpracování)

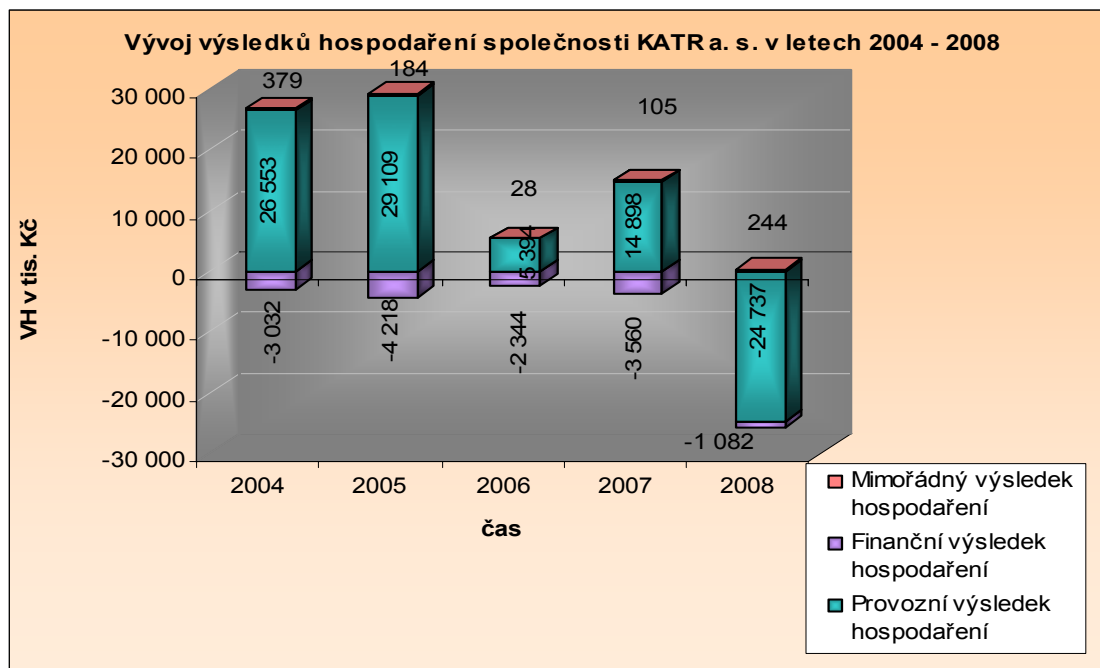
## Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty nás informuje o hospodaření podniku je vhodný pro vysledování důležitých rysů v hospodaření podniku. Vývoj výsledku hospodaření vyobrazuje graf viz Obr. 3.4.2.3, kde je provedeno srovnání provozního výsledku hospodaření, finančního výsledku hospodaření a výsledku hospodaření za účetní období v letech 2004 – 2008. Při pohledu na základní položky výkazu zisku a ztráty vidíme tyto meziroční změny. U položky tržby za prodej zboží vidíme do roku 2006 vzestupný trend, kdy je dosaženo maxima ve výši 124 565 tis. Kč. Do roku 2008 ovšem tržby za zboží klesají o více než 55%. Ve stejném průběhu můžeme analyzovat i vývoj nákladů na prodané zboží. Tržby za prodej vlastních výrobků a zboží dosahují svého maxima v roce 2005, a to ve výši 363 611 tis. Kč. Potom tato položka vykazuje po dva roky sestupný trend 6-7 %, který je ovšem střídán opětovným nárůstem. Položka v roce 2008 vykazuje hodnotu 359 336 tis. Kč.

Výkonová spotřeba nám s výjimkou roku 2007 každoročně narůstá o 5 – 20 %. Nejvyšší údaj je zaznamenán v posledním sledovaném roce, kdy výkonová spotřeba představuje 283 032 tis. Kč, nejnižší pak v roce 2007 (232 258 tis. Kč). Analyzujeme-li provozní výsledek hospodaření vidíme, že vůbec nejlepších výsledků bylo dosaženo v prvních dvou sledovaných obdobích. Rok 2005 představuje hodnotu 29 109 tis. Kč. Bohužel těchto dobrých výsledků se nepodařilo udržet i po následující roky, kdy v roce 2006 je provozní výsledek roven hodnotě 5 394 tis. Kč.

Vůbec nejhorší situace nastala v roce 2008, kdy společnost vykázala zápornou hodnotu provozního výsledku a to -24 737 tis. Kč.

**Obrázek 3.4.2.3: Vývoj výsledků hospodaření společnosti KATR a. s. v letech 2004 - 2008**



(Zdroj: vlastní zpracování)

### 3.5 Poměrová analýza

#### 3.5.1 Analýza rentability

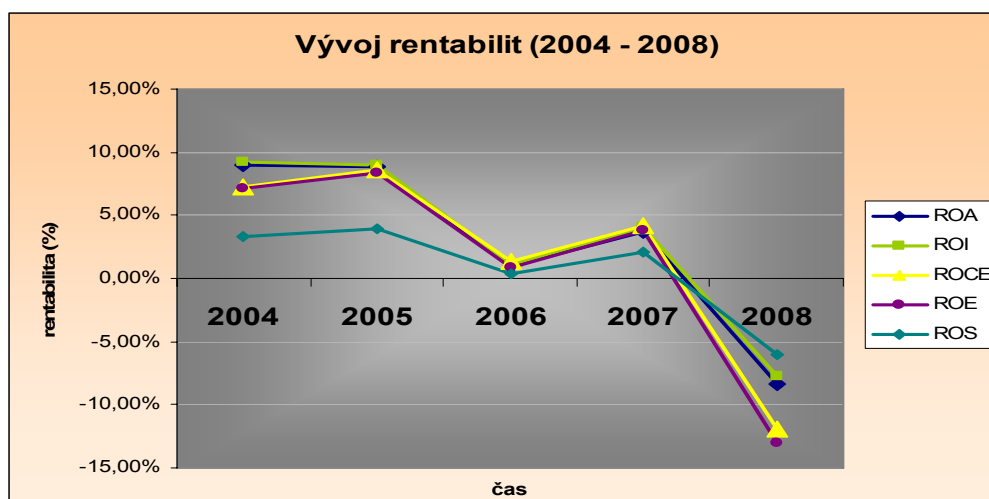
Pro zhodnocení rentability společnosti byly použity analýzy ROA, ROI, ROCE, ROE, ROS dle vzorců uvedených v příloze: Seznam použitých vzorců. Vypočtené hodnoty jsou zobrazeny v tabulce 3.5.1.1 a grafu viz Obr. 3.5.1.1.

**Tabulka 3.5.1.1: Ukazatele rentability společnosti KATR a. s. v letech 2004 - 2008**

	2004	2005	2006	2007	2008
ROA	9,01%	8,91%	1,03%	3,71%	-8,37%
ROI	9,19%	9,01%	1,09%	4,06%	-7,69%
ROCE	7,28%	8,65%	1,33%	4,15%	-11,94%
ROE	7,13%	8,39%	0,80%	3,80%	-13,06%
ROS	3,29%	3,99%	0,37%	2,09%	-5,98%

(Zdroj: vlastní zpracování)

Obrázek 3.5.1.1: Vývoj ukazatelů rentability společnosti KATR a. s. v letech 2004 - 2008



(Zdroj: vlastní zpracování)

K sestavení ukazatelů je možno využít EAT (čistého zisku), EBT (zisku před zdaněním), EBIT (zisku před zdaněním a úroky). Při analýze rentability poměřujeme výsledný efekt dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu tzn. k aktivům, vlastnímu kapitálu, vloženému kapitálu, dlouhodobým zdrojům a tržbám. Pro analýzu rentability nelze přesně specifikovat jaké hodnoty jsou optimální, důležité při této analýze je sledování a pracování s ukazatelem v čase. Ve sledovaném období společnost dosahovala proměnlivých výsledků rentability. Výsledná hodnota jednotlivých ukazatelů je ovlivněna především výší zisku (EBT, EBIT, i EAT), který se za sledované období poměrně více změnil oproti vstupům do podnikání. Nejlepších výsledků dosahuje společnost v prvních dvou sledovaných obdobích, kdy rentability dosahují kladných hodnot. Nízké hodnoty kolem 1% zaznamenáváme uprostřed sledovaného období. Ovšem daleko nejhorších hodnot z hlediska rentability dosahuje společnost na konci našeho sledovaného období, kdy všechny poměrové ukazatele analýzy rentability znázorňují záporné hodnoty.

## Rentabilita aktiv

Za sledované období podnik objem vložených aktiv postupně navyšoval. Zatímco v roce 2004 každý vložený prostředek do podnikání přinesl přibližně 0,09 Kč, v dalších letech už takovéto hodnoty dosaženo nebylo. Tento sestupný trend a na konci sledovaného období dokonce záporný výsledek rentability aktiv je ovlivněn především výší celkového čistého zisku, který v daném období vykazuje proměnlivé hodnoty.

## Rentabilita vlastního kapitálu

K nejsledovanějším ukazatelům této oblasti patří ukazatel rentability vlastního kapitálu. Důležitý je především pro vlastníky, kterým poskytuje informaci jak byl zhodnocen kapitál, který vložili do podnikání. Vzhledem k tomu, že celková pasiva společnosti jsou většinou zastoupena vlastními zdroji, očekávali bychom vyšší hodnoty ukazatele.

I u analýzy této rentability jsou vypočtené hodnoty do velké míry ovlivněny výší čistého zisku a jeho různou velikostí ve sledovaném období. Zpočátku období dosahují rentability hodnot okolo 7 - 8 %. Tyto dobré výsledky se bohužel nedaří firmě udržet a na konci sledovaného období dosahuje rentabilita záporných hodnot až – 13 % což je ze všech vypočtených poměrových ukazatelů rentabilit nejhorší výsledek.

## Rentabilita vloženého celkového kapitálu

Rentabilita vloženého celkového kapitálu dosahuje relativně podobných hodnot, neboť většinový podíl zaujímá vlastní kapitál a cizí zdroje jsou využívány v podstatně menší míře.

## Rentabilita tržeb

Informaci o tom jaký provozní zisk dosahuje z 1 Kč tržeb, nám podává ukazatel rentability tržeb. Konstrukce ukazatele nám umožňuje využít opět využít jak zisku před zdaněním a úroky, tak čistého zisku použitého v našem případě. Rentabilita tržeb podává informaci a vypovídá o cenové strategii, která je nastavena v podniku a také o tom, jak společnost uplatňuje výstupy ze své činnosti. Snahou podniku by mělo být dosahování rostoucího trendu. V našem případě výsledky tohoto ukazatele korespondují s ostatními vypočtenými rentabilitami. Nejlepších výsledků je dosahováno na začátku, nejhorších výsledků pak na konci sledovaného období. Zatímco celkové tržby podniku vykazují jen mírné změny, čistý zisk se nám z kladných hodnot propadl až do záporných a tím ovlivnil výpočet všech výše uvedených ukazatelů.

### 3.5.2 Analýza likvidity

Pojem likvidita označuje obecnou schopnost podniku plnit své splané závazky, tzn. získat potřebné peněžní prostředky v požadované výši a čase pro provedení potřebných plateb. Ukazatele likvidity poměřují to, čím je možno platit, s tím co je potřebné uhradit. Dosahování potřebné likvidity je existenční podmínkou pro podnik. Ve sledované společnosti byla provedena analýza celkové, okamžité a pohotové likvidity a pro doplnění také ukazatel čistého pracovního kapitálu.

Tabulka 3.5.2.1: Ukazatele likvidity společnosti KATR a. s. v letech 2004 - 2008

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Běžná likvidita (koef.)</b>	2,71	2,79	3,00	2,48	2,51
<b>Pohotová likvidita (koef.)</b>	2,09	2,21	2,30	1,64	1,66
<b>Okamžitá likvidita (koef.)</b>	0,55	0,56	0,72	0,26	0,08

(Zdroj: vlastní zpracování)

## Celková (běžná) likvidita

Běžná likvidita analyzované společnosti dosahuje hodnot od 2,4 do 3,0 , přičemž požadované hodnoty jsou v rozmezí od 1,5 do 2,5. Doporučované hodnoty je ovšem také nutno zohlednit s oborem podnikání, ve kterém sledovaná společnost působí. Pro přesnější interpretaci výsledků je tedy vhodné porovnat dosažené výsledky s průměrnými hodnotami odvětví.

Analýzou ukazatele můžeme zjistit, že krátkodobé závazky podniku jsou ve sledovaném období vždy minimálně 2,4x pokryty oběžnými aktivy, tzn. podnik nemá problémy s úhradou svých splatných krátkodobých závazků, jeho běžná likvidita je na dobré úrovni.

### Pohotová likvidita

Vypovídací schopnost ukazatele je větší a přesnější, neboť je očištěn o nejméně likvidní oběžná aktiva, kterými jsou zásoby. Pomocí tohoto ukazatele můžeme sledovat tzv. inkasní riziko. Doporučované hodnoty pro tento ukazatel vymezují interval 1,0 - 1,5. I v tomto případě společnost výrazně převyšuje tyto doporučované hodnoty. I bez nejméně likvidních oběžných aktiv (zásob) jsou krátkodobé závazky společnosti neustále minimálně 1,6x kryty ostatními oběžnými aktivy.

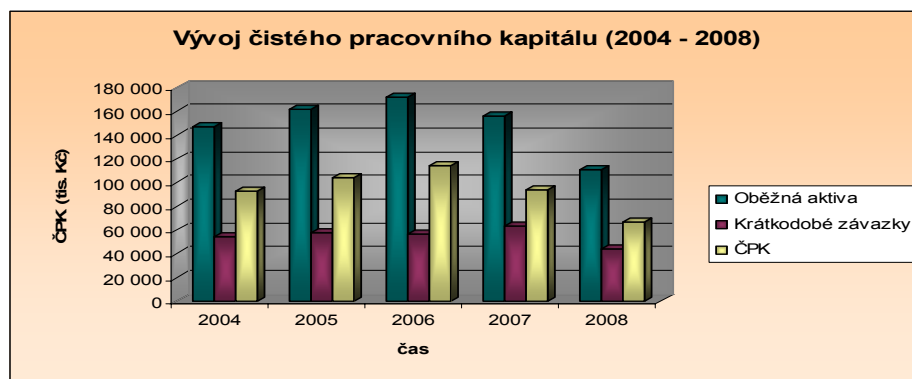
### Okamžitá likvidita

Okamžitá likvidita často označována také jako peněžítá likvidita měří schopnost společnosti splácet své právě splatné závazky. Pouze pohotové platební prostředky jsou poměřovány ke krátkodobým závazkům. Daný ukazatel řadíme mezi nejpřísnější z použitých vzorců pro výpočet likvidity. Minimální hranice kterou by analyzovaná společnost měla dosahovat je 0,2. S výjimkou posledního roku sledovaného období společnost vždy tuto minimální hranici převyšovala.

### Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál nám podává informaci o tom, jaká část oběžných aktiv je financována dlouhodobými finančními zdroji. U sledované společnosti čistý pracovní kapitál dosahuje kladných hodnot, což je pozitivní jev. Vývoj ukazatele v letech 2004 až 2008 je z velké míry ovlivněn výší oběžných aktiv společnosti. Růst oběžných aktiv váže i růst ukazatele čistého pracovního kapitálu, v opačném případě pokles oběžných aktiv společnosti předznamenává i pokles analyzovaného ukazatele. Objem výše krátkodobých závazků společnosti se za sledované období proměnil jen nepatrně ve vztahu k oběžným aktivům společnosti. Vývoj oběžných aktiv, krátkodobých závazků a čistého pracovního kapitálu je znázorněn grafu viz Obr. 3.5.2.1.

Obrázek 3.5.2.1: Vývoj čistého pracovního kapitálu společnosti KATR a. s. v letech 2004 - 2008



(Zdroj: vlastní zpracování)

### 3.5.3 Analýza zadluženosti

Úlohou těchto poměrových ukazatelů je vyobrazení finanční struktury podniku. Použité ukazatele hodnotí strukturu vloženého kapitálu z hlediska vlastnictví, dále pak poskytují informace o finanční stabilitě podniku a zobrazují míru věřitelského a finančního rizika. Hlavním úkolem tohoto analyzování je nalezení optimálního poměru cizích a vlastních zdrojů financování podniku. Přehled ukazatelů zadluženosti je uveden v tabulce 3.5.3.1

**Tabulka 3.5.3.1: Ukazatele zadluženosti společnosti KATR a. s. v letech 2004 - 2008**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Ukazatel celkové zadluženosti (%)</b>	21,80%	21,72%	28,45%	27,65%	36,04%
<b>Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu (%)</b>	27,88%	27,76%	40,06%	38,42%	56,66%
<b>Finanční nezávislost podniku (%)</b>	78,18%	78,25%	71,02%	71,97%	63,61%
<b>Ukazatel úrokového krytí (koef.)</b>	49,09	86,71	16,69	10,54	-12,34

(Zdroj: vlastní zpracování)

#### Ukazatel celkové zadluženosti (Debt ratio)

Někdy se můžeme také setkat s označením ukazatel věřitelského rizika. Ve sledované společnosti nabývá hodnot od 21 % do 36 %, což poukazuje na fakt, že společnost nevykazuje pro své věřitele a akcionáře příliš velké riziko. Čím menší hodnota ukazatele, tím menší riziko pro věřitele a akcionáře hrozí. Vypočtené hodnoty nás informují o tom, že společnost byla financována za sledované období cizím kapitálem zhruba z jedné třetiny. Při přihlédnutí k odvětví podnikání, ve kterém podnik působí, je zadluženost na přijatelné úrovni.

#### Finanční nezávislost

Tento ukazatel doplňuje předchozí výše uvedený výpočet. Součet těchto dvou ukazatelů by měl mít výslednou hodnotu 1, v procentním vyjádření (100%). V tabulce můžeme vidět, že finanční nezávislost analyzované společnosti má sestupnou tendenci, tzn. podnik se během sledovaného období již méně podílí na financování aktiv vlastními zdroji.

#### Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu

Snahou podniku by mělo být dosahování hodnoty tohoto ukazatele do 100 %. I když u ukazatele zaznamenáváme rostoucí tendenci, rizikové hranice nedosáhl ani v jednom roce po sledované období. Z nejnižší hodnoty ukazatele 27 % jsme zaznamenali růst téměř dvojnásobný až na hodnotu 56 %, i přesto tyto hodnoty nepovažujeme za negativní. Společnost ve sledovaném období začala využívat pro financování také bankovních úvěrů, které významně ovlivnily růst tohoto ukazatele.

#### Ukazatel úrokového krytí

Obecné pravidlo pro analýzu tohoto ukazatele říká, že čím vyšší hodnota ukazatele, tím lepší je situace pro podnik. Úlohou tohoto ukazatele je zhodnocení dopadu zadlužení na zisku podniku. Skutečný vývoj zmiňovaného ukazatele má proměnlivý vývoj.



Vzestupná tendence s vrcholovou hodnotou v roce 2005, je následována sestupným trendem, který je zakončen nepříznivou zápornou hodnotou v posledním roce sledovaného období. Vývoj ukazatele je ovlivněn jak kolísavou výší provozního zisku před zdaněním a úroky, stejně tak i výší nákladových úroků, které ke konci sledovaného období značně rostou, neboť společnost pro své financování využila bankovních úvěrů.

### 3.5.4 Analýza aktivity

Soubor těchto ukazatelů slouží k poměrování schopnosti podniku využívat vložené prostředky (majetkové části) – měří se celková rychlost jejich obratu nebo doba obratu jednotlivých položek aktiv a určuje se tak vázanost kapitálu v určitých formách aktiv. Rychlost obratu vyjadřuje kolikrát se objem jednotlivé položky aktiv přemění v tržby. Dále pak doba obratu vyčísluje počet dní za kolik tato obrátka proběhne, tzn. promění se v tržby. Souhrn ukazatelů aktivity je zachycen v tabulce 3.5.4.1

**Tabulka 3.5.4.1: Ukazatele aktivity společnosti KATR a. s. v letech 2004 - 2008**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Obrat celkových aktiv (p.o.)</b>	1,7	1,6	1,5	1,3	1,4
<b>Obrat zásob (p.o.)</b>	13,5	13,9	11,7	7,7	11,3
<b>Obrat krátkodobých pohledávek (p.o.)</b>	5,4	4,9	5,3	4,7	6,1
<b>Doba obratu aktiv (dny)</b>	212,4	218,6	232,6	275,7	259,4
<b>Doba obratu zásob (dny)</b>	26,7	25,9	30,9	47,0	31,8
<b>Doba obratu pohledávek (dny)</b>	66,2	73,5	68,4	77,1	59,2
<b>Doba obratu závazků (dny)</b>	43,4	44,9	43,7	56,2	37,6

(Zdroj: vlastní zpracování)

#### Obrat aktiv

Tento ukazatel můžeme označit jako měřítko celkového využití majetku, tzn. čím vyšší hodnoty jsou dosaženy, tím vyšší je užívání majetku, se kterým podnik hospodaří. Dobré průměrné hodnoty tohoto ukazatele se pohybují v rozmezí od 1,6 – 2,9. Spodní hranice těchto hodnot analyzovaná společnost dosáhla pouze v prvních dvou letech sledovaného období, poté vykazuje sestupný trend využití majetku. V případech, kdy počet obrátek je menší než 1,5, je doporučeno podniku prověřit, zda není možné majetek redukovat. Společnost se odprodejem zaměřila na restrukturalizaci majetku. Tento záměr probíhá ovšem velmi pomalým tempem, neboť se po sledované období objevily nezbytné investice sloužící k obnově stávajícího zařízení a strojů v podniku.

#### Doba obratu aktiv

Stanovení počtu dnů než dojde k obratu majetku ve vztahu k tržbám. Pro kladné hodnocení je nutno dosahovat co nejkratší doby obratu. U sledované společnosti s výjimkou posledního roku analyzovaného období zaznamenáváme vzestupný trend. Nárůst doby obratu postupně vyšplhal až o 63 dní. Slabší dynamika tržeb doprovázená zvyšující se hodnotou aktiv se velkou měrou přičinily na nekladném vývoji daného ukazatele.



## **Obrat zásob**

Obrat zásob nám podává informaci o tom, kolikrát je každá položka zásob v průběhu roku prodána a opětovně naskladněna. Vyšší hodnoty ukazatele korespondují a předpovídají dobrou skladovací politiku společnosti. Ta je dosahována především účelným vynaložením peněžních prostředků na udržování materiálových zásob a nevázaní těchto peněžních prostředků pro efektivnější využití v jiných oblastech hospodaření podniku. S výjimkou roku 2007 se ve společnosti zásoby přeměnily 11 až 13x v ostatní formy oběžného majetku. Při zohlednění odvětví, v kterém podnik působí se jedná o dobré hodnoty. Snahou podniku by mělo být udržování tohoto stavu.

## **Doba obratu zásob**

Doplňkový ukazatel k předchozímu ukazateli. Doba obratu dosahuje s výjimkou roku 2007 poměrně konstantních hodnot. V průměru jsou zásoby vázány ve společnosti 32 dní. Pro efektivnější využití zásob je nutno tuto hodnotu snížit a předchozí ukazatel obratu zásob naopak zvýšit.

## **Obrat krátkodobých pohledávek**

Konstrukce tohoto ukazatele je nastavena jako poměr tržeb a průměrného stavu krátkodobých pohledávek. Výsledná hodnota nás má informovat o tom, jakou rychlostí jsou pohledávky přeměňovány v peněžní prostředky. Vyšší hodnoty ukazatele poukazují na rychlejší průběh inkasování pohledávky. Kolísavý vývoj ukazatele je ovlivněn proměnlivou výší celkových tržeb společnosti, stejně tak různou výší krátkodobých pohledávek ve sledovaném období. V průměru dosahuje společnost 5 obrátek za rok.

## **Doba obratu krátkodobých pohledávek**

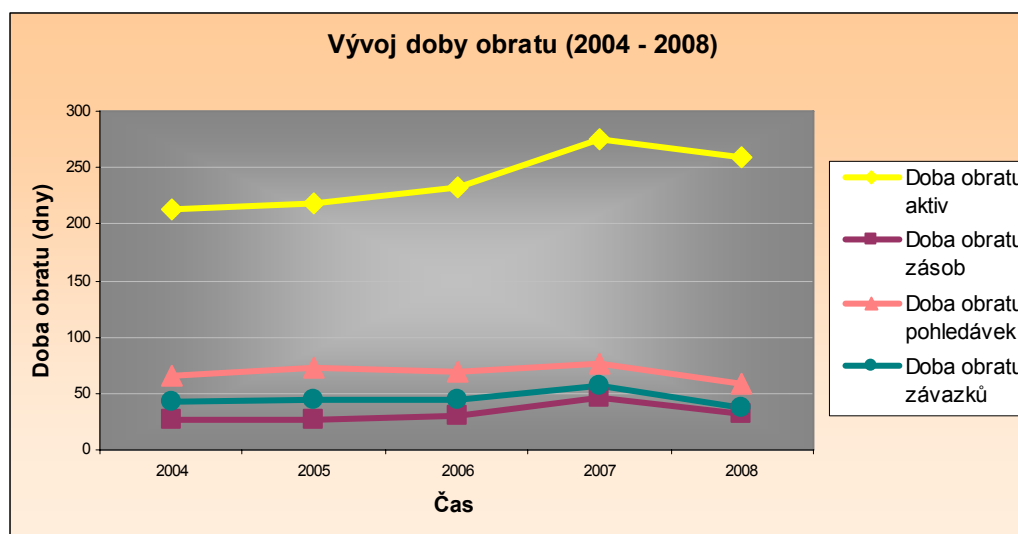
Doba, která nastane od vystavení faktury po její úhradu nazýváme dobou obratu krátkodobých pohledávek. Jedná se tedy o průměrnou dobu, za kterou odběratelé splatí své závazky vůči analyzované společnosti. Pro příznivý a neohrožený vývoj podniku je důležité aby doba obratu pohledávek nepřevyšovala dobu obratu závazků. Pokud by tento předpoklad nebyl naplněn hrozí druhotná platební neschopnost podniku. Průměrná doba za kterou jsou uhrazeny pohledávky se pohybuje těsně pod hodnotou 70 dní. Tato hodnota svědčí o špatné platební morálce odběratelů firmy. Pro zajištění finanční stability bude nutné apelovat na věřitele a tuto hodnotu snížit, jak se již povedlo v posledním roce sledovaného období na hodnotu necelých 60 dnů. Doporučení pro podnik je pokračovat tímto směrem i na dále.

## **Doba obratu krátkodobých závazků**

Jak již bylo výše uvedeno, je vhodné tyto dva ukazatele mezi sebou porovnat např. v grafu viz Obr. 3.5.4.1 a dbát na to aby hodnota ukazatele inkasa pohledávek vykazovala trvale nižší údaje než hodnota doby obratu závazků. Své platební povinnosti podnik plní a dodržuje v průměrné lhůtě 45 dní. Výjimkou je rok 2007 kdy se doba úhrada dodavatelům protáhla až na 56 dní.

Tento fakt byl způsoben nižším objemem tržeb v daném roce při současném nárůstu krátkodobých závazků společnosti. Hned následující rok ovšem společnost svou platební kázeň vylepšila a své závazky uhrazovala v průměrné době 37 dní.

**Obrázek 3.5.4.1: Vývoj doby obratu společnosti KATR a. s. v letech 2004 – 2008**



(Zdroj: vlastní zpracování)

### 3.6 Ocenění podniku

Hlavním cílem této kapitoly je stanovení hodnoty společnosti KATR a. s., aplikováním metod a přístupů, které jsou popsány v teoretické části této práce. Pro ocenění byl zvolen výnosový přístup, konkrétně pak byly využity metody diskontovaných peněžních toků nebo-li dvoufázová metoda DCF – entity a pro porovnání byla užita paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Metoda účetní byla zvolena jako doplňková a jejím hlavním úkolem bylo vyčíslení hodnoty majetku, za kterou byl skutečně pořízen.

Ocenění vlastního kapitálu je provedeno k datu 1. 1. 2009 a vychází z účetních a ekonomických dat společnosti v období let 2004 – 2008.

#### 3.6.1 Ocenění metodou účetní hodnoty

Pro ocenění metodou účetní hodnoty nám poslouží podklady a data z účetních záznamů podnikatelské jednotky. Pro zjištění hodnoty podniku poslouží výkaz rozvaha a tam následně položka vlastní kapitál, která nám vyjadřuje netto hodnotu podniku.

Účetní hodnotu vlastního kapitálů je tedy stanovena jako rozdíl mezi celkovým majetkem společnosti snížený o závazky a dluhy společnosti.

Ocenění účetní metodou nám podává informaci o tom, za kolik byla aktiva společnosti skutečně nakoupena. Tento model ocenění je založen na principu historických cen, proto je pro účely oceňování využíván spíše jako doplňková informace ovšem s cennými informacemi pro další metody oceňování.

**Tabulka 3.6.1.1: Výpočet hodnoty podniku dle účetní metody**

Celkový majetek podniku v účetní hodnotě	305 475 000 Kč
- celkové závazky v účetní hodnotě	110 106 000 Kč
<b>Účetní hodnota podniku</b>	<b>195 369 000 Kč</b>

(Zdroj: vlastní zpracování)

Dle této metody je společnost KATR a. s. po zaokrouhlení oceněna na hodnotu **195 milionů Kč**. Nutno podotknout, že tato hodnota nezohledňuje budoucí vývoj a vychází z historických cen zobrazovaných v účetnictví. Pro tyto okolnosti má uvedená hodnota spíše doplňkový a informativní charakter pro následující oceňování.

### 3.6.2 Metoda diskontovaných peněžních toků DCF – Entity

Metoda DCF – Entity byla užita ve dvoufázové variantě. První fáze je stanovena pro období 2009 – 2012, druhá fáze pak má počátek v roce 2013. Základním předpokladem pro aplikaci této metody je nekonečné trvání společnosti KATR a. s.

#### Struktura metody DCF

- sestavení finančního plánu
- odhad budoucího peněžního toku pro období uvedené ve finančním plánu
- diskontování peněžního toku pomocí požadované úrokové míry návratnosti
- stanovení pokračující hodnoty po uplynutí fáze 1
- tržní ohodnocení podniku je stanoveno jako součet diskontované pokračující hodnoty (fáze 2) a diskontovaného peněžního toku (fáze 1).

#### Finanční plán

Společnost KATR a. s. nesestavuje konkrétní finanční plán pro své budoucí aktivity, ale pro budoucí vývoj má určitou představu o vývoji základních podnikových veličin jako jsou tržby, náklady, kapitálové investice, výsledek hospodaření běžného účetního období. Zároveň je nutné upozornit, že k předpokládaným trendům a vývojům jednotlivých veličin je nutno přihlídnout s jistým nadhledem a brát uvedené prognózy pouze jako orientační, neboť současná hospodářská situace a především nejistý vývoj příznačný pro celosvětovou ekonomiku mohou uvedené prognózy měnit takměř ze dne na den.

Uvedený, zjednodušený finanční plán pro období let 2009 – 2013 vychází z údajů roku 2008 a let předchozích ovšem pro sestavení tohoto plánu bylo také přihlídnuto k faktorům uvedeným výše ve strategické analýze.

#### Uvedené prognózy vychází z těchto předpokladů:

- Výše bankovních úvěrů a výpomocí se bude každoročně snižovat, jelikož společnost nepředpokládá čerpání nových úvěrů, ale pouze splácení dosavadních.

- Investice byly stanoveny jako průměrná hodnota z předchozích let, a to 2004, 2005, 2006. Vyloučeny byly poslední dvě období, kdy společnost investovala do nákupu obchodních podílů u jiných společností. Období let 2007 a 2008 proto nebyly pro výpočet průměrné hodnoty zohledněny.
- S výjimkou položek odpisů, nákladových úroků společnosti, sazby daně z příjmů jsou všechny položky a jejich vývoj předpokládány s rostoucím trendem, odhad pro období let 2009 až 2013 je stanoven pomocí meziroční procentní sazby.
- Položky odpisy, nákladové úroky, sazba daně jsou prognózovány a vypočítány jako procentní podíl na celkových tržbách pro aktuální rok nebo jako procentní podíl z dlužné částky pro aktuální rok. Sazba daně z příjmů je předpokládána ve výši 19 %.

**Tabulka 3.6.2.1: Předpoklady a prognózy pro finanční plán společnosti KATR a. s. pro období let 2009 - 2013**

<b>Položka</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Meziroční tempo růstu tržeb (meziroční změna)</b>	-5,0%	0,0%	2,0%	2,0%	3,0%
<b>Odhad odpisů – pevný procentní podíl na tržbách</b>			2,66%		
<b>Odhad nákladových úroků - procentní podíl z dlužné částky</b>			9,0%		
<b>Sazba daně z příjmů (%)</b>			19,0%		
<b>Finanční majetek (meziroční změna)</b>			10,0%		
<b>Zásoby (meziroční změna)</b>			8,0%		
<b>Pohledávky (meziroční změna)</b>			2,0%		
<b>Krátkodobé závazky (meziroční změna)</b>			7,0%		
<b>Náklady (meziroční změna)</b>			2,0%		
<b>Investic (meziroční změna)</b>			5,0%		

(Zdroj: vlastní zpracování)

## Náklady kapitálu

Je-li naším cílem určit hodnotu společnosti KATR a. s., je nutné vyčíslit a stanovit také náklady na celkový kapitál WACC. Hlavními nositeli a zdroji informací pro stanovení těchto nákladů jsou údaje z kapitálového trhu a také účetní hodnoty získané od analyzované společnosti. Kapitálový trh a tržní ekonomika České republiky se postupně vyvíjí, jejich vznik je nedávnou historií. Pro ocenění v těchto podmínkách se častou využívá pro stanovení nákladů na celkový kapitál stavebnicové metody.

## Stanovení váhy kapitálu

V roce 2008 tedy v posledním roce, pro který můžeme zjistit z účetní rozvahy společnosti činila celkový kapitál společnosti 305 475 tis. Kč. Na celkovém kapitálu se vlastní kapitál podílí 64 % (194 318 tis. Kč) a cizí kapitál 36 % (110 106 tis. Kč).

## Náklady na vlastní kapitál $R_E$

Výnosnost „bezrizikových“ cenných papírů (tj. desetiletých státních dluhopisů)

+ Přirážka za riziko

= Kalkulovaná úroková míra

### Výpočet:

Bezriziková sazba byla stanovena jako průměrný výnos ze státních dluhopisů stanovený ČNB ve výši 4,30 %. Pro stanovení přirážky za riziko byla použito stavebnicové metody dle (M. Maříka z knihy Určování hodnoty firem, 1998) tzv. build up modelu. Přirážka za riziko je odhadována ve výši 8 %.

**Tabulka 3.6.2.2: Stanovení kalkulované úrokové míry pro náklady na vlastní kapitál**

Výnosnost státních dluhopisů dle ČNB	4,3%
+ Přirážka za riziko	8,0%
<b>Kalkulovaná úroková míra</b>	<b>12,30%</b>

(Zdroj: vlastní zpracování)

## Náklady na cizí kapitál $R_D$

Od roku 2006 společnost využívá pro financování svých aktivit také bankovních úvěrů. K dlouhodobému úvěru, který byl společnosti poskytnut v roce 2006 ve výši 26 500 tis. Kč a jehož současná nesplacené hodnota v roce 2008 činí 13 520 tis. Kč se rozhodla společnost také pro čerpání krátkodobého úvěru ve výši 40 000 tis. Kč s cílem splacení do 5 let. Variabilní individuálně stanovená úroková sazba byla pro účely ocenění vyčíslena na odhadované hodnotě 9 %.

$$WACC = R_E \cdot \frac{VK}{K} + R_D \cdot \frac{CK}{K} \cdot (1 - d),$$

$$WACC = 0,09 \cdot (1 - 0,19) \cdot \frac{110106}{305475} + 0,123 \cdot \frac{194318}{305475}$$

$$\underline{WACC = 0,1045}$$

## Stanovení peněžního toku FCFF a výpočet hodnoty 1 a 2 fáze

**Tabulka 3.6.2.3: Stanovení peněžního toku FCFF společnosti KATR a. s. v letech 2009 – 2012 v tis. Kč**

Položka	2009	2010	2011	2012
<b>Tržby (tis. Kč)</b>	<b>402 719</b>	<b>402 719</b>	<b>410 774</b>	<b>418 989</b>
Náklady bez odpisů (tis. Kč)	357 115	364 258	371 543	378 974
Odpisy (tis. Kč)	10 712	10 712	10 927	11 145
EBIT (tis. Kč)	34 892	27 749	28 304	28 870
Nákladové úroky (tis. Kč)	3 917	3 017	2 117	1 217
EBT (tis. Kč)	30 975	24 732	26 187	27 653
Daň 19 % (tis. Kč)	5 885	4 699	4 976	5 254
<b>EAT (tis. Kč)</b>	<b>25 089</b>	<b>20 033</b>	<b>21 212</b>	<b>22 399</b>
Δ ČPK (tis. Kč)	1 647	1 734	1 828	1 932
CF = EAT + odpisy - ΔČPK (tis. Kč)	34 155	29 012	30 310	31 612
- Investice (tis. Kč)	14 226	14 937	15 684	16 468
<b>FCFF (tis. Kč)</b>	<b>19 929</b>	<b>14 074</b>	<b>14 626</b>	<b>15 144</b>
Odúročitel pro diskontní míru	0,9054	0,8197	0,7422	0,6720
<b>Diskontované FCFF (tis. Kč)</b>	<b>18043</b>	<b>11537</b>	<b>10855</b>	<b>10176</b>

(Zdroj: vlastní zpracování)

### Výpočet hodnoty 1. fáze

$$\text{Hodnota}_{1.\text{fáze}} = \frac{18403}{(1+0,1045)} + \frac{11537}{(1+0,1045)^2} + \frac{10855}{(1+0,1045)^3} + \frac{10176}{(1+0,1045)^4} = 50\,611 \text{ tis. Kč}$$

### Výpočet pokračující hodnoty

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T \cdot (1+g)$$

$$FCFF_{2013} = 15\,144 \cdot (1+0,01) = 15\,295 \text{ tis. Kč}$$

Odhadované a prognózované tempo růstu volného peněžního toku  $g$  od roku 2013 je ve výši 1%.

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{FCFF_{2013}}{(i_k - g)} = \frac{15295}{(0,1045 - 0,01)} = 161\,857 \text{ tis. Kč}$$

$$\text{Hodnota}_{2.\text{ fáze}} = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} \cdot (1+WACC)^{-n}$$

### Výpočet hodnoty 2. fáze

$$\text{Hodnota}_{2.\text{ fáze}} = \frac{15295}{0,1045 - 0,01} \cdot (1+0,1045)^{-4} = 108\,760 \text{ tis. Kč}$$

### Hodnotu podniku vypočítáme součtem 1. a 2. fáze.

$$\text{Provozní hodnota brutto} = 50\,611 + 108\,760 \text{ tis. Kč} = 159\,371 \text{ tis. Kč}$$

**Tabulka 3.6.2.3: Výpočet hodnoty ocenění společnosti KATR a. s. k 1.1.2009**

Provozní hodnota brutto	159 371
- Úročený cizí kapitál k datu ocenění	53 520
= Provozní hodnota netto	105 851
+ Neprovozní majetek k datu ocenění	85 082
<b>Výsledná hodnota ocenění k 1.1.2009</b>	<b>190 933</b>

(Zdroj: vlastní zpracování)

### 3.6.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Druhou výnosovou metodou zvolenou pro výpočet hodnoty podniku je metoda kapitalizovaných čistých výnosů ve variantě paušální. Předpokladem aplikace této metody je dlouhodobá existence společnosti a dosahování minimálně takových hospodářských výsledků jako doposud.

Výchozí data pro výpočet čerpáme z účetních výkazů předchozích let (2004 – 2008). Základem je výsledek hospodaření před zdaněním, který je ovšem nutné korigovat úpravami uvedenými v následující tabulce 3.6.3.1 *Upravený hospodářský výsledek před odpisy* je nutno přepočíst cenovým indexem na ceny k datu oceňování společnosti. Díky tomuto kroku máme stanoven *výsledek hospodaření upravený o inflaci*. V časové řadě upravených čistých zisků je nutno vyloučit extrémní hodnotu roku 2008, kdy byla dosažena ztráta. Ostatním rokům jsou přisouzeny váhy dle následujícího pravidla (vyšší váha – pro roky bližší současnosti).

Tato posloupnost nám tedy určuje rok 2004 váha 1, rok 2007 váha 4. Součin upraveného výsledku hospodaření o inflaci a příslušných vah a následný součet těchto dílčích výsledků představuje *souhrnný upravený výsledek hospodaření*.

**Tabulka 3.6.3.1 a 3.6.3.2: Výpočet TVČ společnosti KATR a. s. v letech 2004 – 2008 v tis. Kč**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (tis. Kč)</b>	<b>24 052</b>	<b>25 145</b>	<b>3 121</b>	<b>11 486</b>	<b>-25 575</b>
Odpisy (+) (tis. Kč)	12 277	11 255	10 307	10 512	14 343
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (-) (tis. Kč)	7 168	1 383	2 719	2 226	595
Zůstatková cena dlouhodobého majetku a materiálu (+) (tis. Kč)	6 462	1 184	1 149	1 079	32
Mimořádné výnosy (-) (tis. Kč)	538	254	71	148	244
Mimořádné náklady (+) (tis. Kč)	7	0	0	0	0
<b>Upravený HV před odpisy (tis. Kč)</b>	<b>35 092</b>	<b>35 947</b>	<b>11 787</b>	<b>20 703</b>	<b>-12 039</b>
Cenový index řetězový	1,028	1,019	1,025	1,028	1,063
Cenový index bazický vztažený k roku 2008	0,8761	0,8928	0,9151	0,9407	1
UVH opravený o inflaci (UVH/bazický cenový index) (tis. Kč)	40 055	40 263	12 881	22 008	-12 039
Váhy	1	2	3	4	-
UVH opravený o inflaci * váhy (tis. Kč)	40 055	80 526	38 642	88 032	-
<b>Souhrnný upravený výsledek hospodaření po vynásobení vahami (tis. Kč)</b>	<b>247 255</b>				

<b>Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy (247255/10)</b>	<b>24 725,5</b>
Odpisy 2008 (tis. Kč)	14 343,0
Trvale odnímatelný výnos před daní (tis. Kč)	10 382,5
Daň 19 % (tis. Kč)	1 972,7
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos po dani (tis. Kč)</b>	<b>8 409,8</b>
Náklady na vlastní kapitál $R_e$ (%)	12,30%
Odhad dlouhodobé inflace (%)	2,8%
Kalkulovaná úroková míra (%)	9,50%
Provozní hodnota VK (trvale odnímatelný čistý výnos na dani/ kalkulovaná úroková míra) (%)	88 525
Ocenění neprovozních aktiv (tis. Kč)	85 082
<b>Hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)</b>	<b>173 607</b>

(Zdroj: vlastní zpracování)

Souhrnný upravený výsledek hospodaření je nutno podělit součtem vah. Následuje krok odečtení odpisů pro rok 2008. Výsledek představuje výnos, který je nutno upravit o daň z příjmů.

Hodnotu vlastního kapitálu stanovíme pomocí podílu trvale odnímatelného čistého výnosu a kalkulované úrokové míry. Je nutno také přičíst neprovozní aktiva, která k datu ocenění představují hodnotu ve výši 85 082 000 Kč. Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1.1.2009 dle metody kapitalizovaných čistých výnosů byla stanovena na výši 173 607 000 Kč.

## 4 Vyhodnocení výsledků a doporučení

Účetní hodnota	195 369 000 Kč
Metoda kapitalizovaných zisků (paušální metoda)	173 607 000 Kč
Metoda DCF Entity	190 933 000 Kč

Při pohledu na výše uvedenou tabulku je vidět, že ocenění zvolenými metodami nepřináší vždy stejný výsledek. Chceme-li vyvodit výslednou hodnotu ocenění je nutné posoudit samotnou strukturu a charakter konkrétních použitých metod, také současnou situaci analyzovaného podniku a v neposlední řadě také množství a kvalitu použitých dat poskytnutých pro ocenění. Po zvážení všech těchto aspektů je možné vyvodit a dosadit každé zvolené metodě konkrétní funkci v rámci výsledného ohodnocení.

Hodnota metody účetní byla stanovena k 1.1. 2009 na základě dat z účetnictví a je rovna 195 369 000 Kč. Vypovídací schopnost této metody je ze všech tří uvedených metod nejnižší, neboť právě použitá data z účetnictví podávají informace o tom, za kolik byl majetek podniku skutečně pořízen, a ne jaká je jeho aktuální tržní cena. Metoda nezohledňuje možnost odepisování majetku, kdy některé majetkové položky již mohou vykazovat nulovou účetní hodnotu ovšem ve skutečnosti mají reálnou hodnotu, neboť jsou stále pro činnost využívány. Pro tento fakt je metodě přisouzena spíše pomocná funkce.

Druhá možnost výpočtu hodnoty podniku byla provedena pomocí metody kapitalizovaných čistých zisků v paušální verzi. Tato metoda je vhodná k užití v případech obtížnějšího plánování a odhadování budoucího vývoje, avšak s předpokladem, že společnost bude nadále dosahovat minimálně dosavadních hospodářských výsledků. Po analýze hospodářských výsledků minulých let a propočtů dle příslušných postupů pro tuto metodu nám výsledná hodnota ocenění vlastního kapitálu pro společnost KATR a. s. vyšla v hodnotě 173 607 000 Kč.

Vhodným doplněním předchozí metody výpočtu je poslední použitá verze výpočtu v této práci a konkrétně se jedná o DCF – Entity metodu. Na rozdíl od předchozího metodologického postupu vychází tento propočet z budoucích naplánovaných dat, přesněji z budoucích naplánovaných peněžních toků. Díky této prognóze měří DCF nejen současný, ale i budoucí výnosový potenciál. Dle metody DCF-Entity je společnost oceněna na 190 933 000 Kč.

Při společné kombinaci dvou výše uvedených metod můžeme dosáhnout intervalového rozpětí, v kterém by se měla výsledná hodnota podniku pohybovat. Dolní mez intervalu je určena hodnotou vypočtenou metodou kapitalizovaných čistých výnosů, analogicky pak hodnota metody DCF nám stanovuje předpokládanou horní mez ocenění. Výsledné hodnoty výnosových metod nedosahují výše účetní hodnoty. Tuto skutečnost můžeme přisoudit umírněným konzervativním předpokladům prognózovaným ve finančním plánu a také ne plně využitému výnosovému potenciálu podniku.



## 5 Závěr

Vyčíslení hodnoty podniku je jedním z manažerských nástrojů pro efektivní řízení podniku. Na základě provedených analýz a prognóz pro budoucí vývoj je možno přizpůsobit podnikovou strategii, odhalit s předstihem rizika či nesoulady s dlouhodobou vizí podniku a včasnými a vhodnými opatřeními předejít možnému nepříznivému vývoji. Ocenění podniku je náročným úkonem, který agreguje řadu činností nutných pro reálné a objektivní ohodnocení společnosti. Pro samotné stanovení hodnoty podniku je vypracováno několik metod a přístupů, kterých je možno využít. Volba metody je podřízena cíli ocenění a samotnému rozhodnutí oceňovatele. Je nutné podotknout ovšem, že každá metoda má své výhody i nevýhody, a výběru metody je proto nutné věnovat patřičnou pozornost. K dalším faktorům ovlivňující výběr metody můžeme přiřadit např. charakter analyzované společnosti, kvalitu a rozsah dostupných informací pro ocenění, zvolenou techniku očekávání a podobně.

Hlavním náplní této práce bylo stanovení hodnoty podniku KATR a. pro účely managementu s cílem poskytnutí nezávislé informace pro taktické a strategické řízení podniku. Práce je strukturována do dvou celků – části teoretické a aplikační. Část první poskytuje základní přehled a vymezuje základní teoretické předpoklady pro stanovování hodnoty podniku. Definovány byly základní přístupy pro oceňování, rozebrány rozdíly mezi metodami majetkovými a výnosovými.

Aplikační celek obsahuje dva oddíly. Nejprve jsme seznámeni se samotným oceňovaným podnikem. K základním informacím o podniku se váže i následně provedená strategická analýza, která nám definuje prostředí, v kterém podnik svoji činnost provozuje, tedy analýza mikro a makroprostředí. Dalším krokem je vypracování finanční analýzy, včetně vertikální i horizontální analýzy.

Druhý oddíl aplikační částí nám s pomocí metod definovaných v teoretické části a konkrétně s metodou kapitalizovaných čistých výnosů v paušální metodě a dvoufázovou metodou diskontovaných peněžních toků DCF – Entity vyčíslí hodnotu vlastního kapitálu. Jako doplňková a informativní metoda byla použita účetní metoda, která nám vypočítává hodnotu majetku, za který byl skutečně pořízen. Při srovnání hodnot pomocí těchto tří metod, bylo dosaženo třech různých výsledků. Tato nerovnost je způsobena samotnou výstavbou jednotlivých metod. Metoda kapitalizovaných výnosů v paušální metodě pro výpočet čerpá z prokazatelných dat z minulosti. Konstrukce diskontovaných peněžních toků vychází z finančního plánu a předvídá nekonečnou existenci podniku. Pro tento důvod je považována za výslednou hodnotu ocenění právě hodnota vypočítaná dle této metody. Hodnota podniku KATR a. s. pro vlastníky a investory je 190 933 000 Kč.

Hodnotu 173 607 000 vypočtenou paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů je možno považovat za dolní mez hodnoty vlastního kapitálu. Těžko předvídatelná ekonomické situace způsobená celosvětovou hospodářskou krizí, může ovlivňovat jednotlivé parametry, okolnosti a předpoklady. Tyto faktory se mohou v čase vyvíjet a tak mohou vznikat drobné odchylky od výše uvedených hodnot.

## Seznam použité literatury

1. COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd ed. New York: Wiley, 2000. 490 s. 0-471-36190-9.
2. DLUHOŠOVÁ, D. a kol. *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování*. Ostrava: VŠB – TU Ostrava. 2004. 640 s. ISBN 80-248-0669-X.
3. DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vydání. Praha: EKOPRESS, s.r.o. 2006. 188 s. ISBN 80-86119-58-0.
4. KAŠÍK, J. a kol. *Metody a techniky diagnostikování podniku*. Ostrava: Akademie Jana Amose Komenského. 1996. 197 s.
5. KAŠÍK, J., MICHALKO, M. a kol. *Podniková diagnostika*. 1. vyd. Ostrava: Tandem, 1998. 343 s. ISBN 80-902167-4-9.
6. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.
7. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
8. MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
9. MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress. 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
10. MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vydání. Praha: Ekopress. 1996. 111 s. ISBN 80-901991-1-9.
11. MAŘÍK, Miloš; MAŘÍKOVÁ Pavla. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 242 s. ISBN 80-86110-61-0.
12. MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
13. MLČOCH, J. *Oceňování podniku: ekonomické aspekty*. 1. vydání. Praha: LINDE Praha a.s. 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.

## Internetové zdroje:

14. Certifikace systémů řízení. *Co je ISO 14001?* [online] [cit. 2010-04-24]. Dostupné z WWW: <<http://www.nqa.com/cz/atozs/services/article.asp?SECTION=151&ARTICLE=139>>.
15. CQS Sdružení pro certifikaci systému jakosti. *Certifikace systému podle OHSAS 18001* [online] [cit. 2010-04-11]. Dostupné z WWW: <<http://www.cqs.cz/bozp.php>>.
16. Certifikace ISO 9001,14001,kvality služeb,školení a semináře. *CFCS 1004:2006, Certifikace spotřebitelského řetězce lesních produktů (C-o-C)- Certifikace systému managementu* [online] [cit. 2010-04-11]. Dostupné z WWW: <<http://www.certifikace-anno.cz/cfcs-10042006-certifikace-spotrebitelskeho-retezce-lesnich-produktu-c-o-c.htm>>.
17. Finance. *Úrokové sazby České národní banky* [online] [cit. 2010-04-11]. Dostupné z WWW: <<http://www.finance.cz/bankovnictvi/sazby-cnb/>>.
18. Naše peníze-ekonomické zpravodajství. *Ekonomická krize ustupuje, nezaměstnanost by měla klesat* [online] [cit. 2010-04-11]. Dostupné z WWW: <<http://www.nasepenize.cz/ekonomicka-krize-ustupuje-nezamestnanost-by-mela-klesat-6099>>.
19. Budoucnost profesí. *Dřevozpracující a papírenský průmysl* [online] [cit. 2010-04-11]. Dostupné z WWW: <<http://budoucnostprofesi.cz/cs/vyvoj-v-odvetvich/drevo.html>>.
20. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. Dostupné z WWW: <[www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)>.
21. Český statistický úřad [online]. Dostupné z WWW: <[www.czso.cz](http://www.czso.cz)>.
22. Ministerstvo financí ČR [online]. Dostupné z WWW: <[www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz)>.
23. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. Dostupné z WWW: <[www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)>.
24. Ministerstvo spravedlnosti [online]. Dostupné z WWW: <[www.justice.cz](http://www.justice.cz)>.
25. Certifikace systémů řízení [online]. Dostupné z WWW: <<http://www.iso.cz/>>.
26. KRPATA, T., *Ekonomické analýzy, znalecké posudky* [online] [cit. 2010-04-9]. Dostupné z WWW <<http://www.ekonomicke-analyzy.cz/index.html>>.

## Ostatní zdroje:

27. Výroční zprávy společnosti KATR, a.s. za období 2004 až 2008
28. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

## Seznam zkratek

APM	arbitrážní model oceňování
apod.	a podobně
APV	upravená současná hodnota (Adjusted Present Value)
a. s.	akciová společnost
atd.	a tak dále
C	celkový kapitál
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model)
cca	cirka
CF	peněžní tok (cash-flow)
CFCS	certifikace spotřebitelského řetězce lesních produktů
CK	cizí kapitál
CZ	cizí zdroje
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
(C-o-C)	certifikace systémů managementu
č.	číslo
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČV	upravené čisté výnosy
<i>d</i>	daňová sazba právnických osob
DCF	discounted cash flow
DDM	dividendový diskontní model (Dividend Discount Model)
DIV	dividenda
DPH	daň z přidané hodnoty
EAR	nerozdělený zisk, čistý zisk snížený o výplatu dividend nebo podílů na zisku
EAT	zisk po zdanění (čistý zisk)
EBIT	zisk před úhradou úroků, daní
EBITDA	zisk před úhradou odpisů, úroků, daní
EBT	zisk před zdaněním (hrubý zisk)
EMS	enviromentální management společnosti
EUR	měna evropské unie
EVA	ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added)
FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
FCFE <sub>U</sub>	finanční toky nezadlužené firmy
FP	finanční páka
g	předpokládané tempo růstu volného peněžního toku
HDP	hrubý domácí produkt

$i$	úroková míra z dluhu
IČO	identifikační číslo organizace
$i_k$	kalkulovaná úroková míra.
INV	investice.
ISO	(International Organization for Standardization) Mezinárodní organizace pro normalizaci
K	celkový kapitál
Kč	česká koruna
KFM	krátkodobý finanční majetek
ks	kus
KZ	krátkodobé závazky
mil.	milion
mld.	miliarda
MVA	tržní přidaná hodnota (market value assets)
$m^3$	metr krychlový
např.	například
NOA	čistá operační aktiva (net operating assets )
NOPAT	zisk z operační činnosti podniku po dani (Net Operating Profit After Tax)
NÚ	nákladový úrok
OA	oběžná aktiva
Obr.	obrázek
ODP	odpisy
odst.	odstavec
OHSAS	řízení bezpečnosti a ochrany zdraví při práci
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
OM	oběžný majetek
PH	pokračující hodnota
p.o.	počet obrátek
P/E	poměr tržní ceny akcie (P) k zisku na akcii (E)
ROA	rentabilita aktiv (Return on Assets)
ROCE	rentabilita dlouhodobě vloženého kapitálu (Return On Capital Employed)
ROE	rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity)
ROI	rentabilita investice (Return on Investment)
ROS	Rentabilita tržeb (Return on Sales)
$R_D$	náklad na cizí kapitál
RD	rodinné domy
$R_E$	náklad na vlastní kapitál
$r_e$	požadovaná míra výnosu pro akcionáře,
$r_f$	bezriziková úroková míra
$r_{fr}$	přirážka za finanční riziko

$r_l$	přirážka za sníženou likviditu
$r_o$	přirážka za obchodní riziko
$R_U$	náklady celkového kapitálu,
$S_b$	substanční hodnota brutto
$S_n$	substanční hodnota netto
spol. s r. o	společnost s ručením omezeným
stol.	století
$T$	sazba daně z příjmů
$TC_A$	tržní cena akcie
tis.	tisíc
tj.	to je
$TS$	daňový štít
$TVC$	trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu
tzn.	to znamená
UVH	upravený výsledek hospodaření
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
VV a S	vlastní výrobky a služby
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu

## Seznam použitých vzorců

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva} \quad (2.1)$$

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \quad (2.2)$$

$$ROS = \frac{EAT}{Tržby} \quad (2.3)$$

$$Ukazatel\ běžné\ likvidity = \frac{OM}{KZ} \quad (2.4)$$

$$Pohotov\á\ likvidita = \frac{OA - Zásoby}{KZ} \quad (2.5)$$

$$Okamžitá\ likvidita = \frac{KFM}{KZ} \quad (2.6)$$

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky} \quad (2.7)$$

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{Tržby}{Akitva} \quad (2.8)$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{Zásoby \cdot 360}{Tržby} \quad (2.9)$$

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{Závazky \cdot 360}{Tržby} \quad (2.10)$$

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{Pohledávky \cdot 360}{Tržby} \quad (2.11)$$

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{CK}{Aktiva} \quad (2.12)$$

$$\text{Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu} = \frac{CK}{VK} \quad (2.13)$$

$$\text{Ukazatel úrokového krytí} = \frac{EBIT}{NÚ} \quad (2.14)$$

$$\text{Finanční nezávislost podniku} = \frac{VK}{A} \quad (2.15)$$

$$V_A = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.16)$$

$$FCFF_t = EBIT_t(1 - T) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t \quad (2.17)$$

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t (1+i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}, \quad (2.18)$$

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}, \quad (2.19)$$

$$FCF_{T+1} = FCF_T \cdot (1+g) \quad (2.20)$$

$$V_E = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.21)$$

$$FCFE_t = EBIT_t(1-T) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t + S^+ - S^-, \quad (2.22)$$

$$V_E = \frac{FCFE_1}{R_E - g_n}; \quad (2.23)$$

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+R_E)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{R_E - g_n} \cdot (1+R_E)^{-n} \quad (2.24)$$

$$V = \frac{DIV}{R_E} \quad (2.25)$$

$$V_E = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.26)$$

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.27)$$

$$r_e = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f), \quad (2.30)$$

$$R_D = i \cdot (1-t), \quad (2.29)$$

$$WACC = R_E \cdot \frac{VK}{K} + R_D \cdot \frac{CK}{K} \cdot (1-d), \quad (2.28)$$

$$E(R_E) = R_F + \Sigma \beta_{EJ} \cdot [E(R_J) - R_F], \quad (2.31)$$

$$TC_A = \Sigma \frac{DIV_t}{R_E}, \quad (2.32)$$

$$TC_A = \Sigma \frac{DIV_t}{R_E - g}, \quad (2.33)$$

$$R_E = \frac{DIV}{TC_A} \quad (2.34)$$

$$r_e = r_f + r_o + r_{fr} + r_l, \quad (2.35)$$



$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t, \quad (2.36)$$

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \frac{TV\check{C}}{i_k} \cdot (1+i_k)^{-T}, \quad (2.37)$$

$$H_n = \sum_{t=1}^m \check{C}V_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \check{C}V_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \frac{TV\check{C}}{i_k} \cdot (1+i_k)^{-(m+n)}, \quad (2.38)$$

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \frac{L_T}{(1+i_k)^n} \quad (2.39)$$

$$H_n = \frac{TV\check{C}}{i_k}, \quad (2.40)$$

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC, \quad (2.41)$$

$$V = C + \sum \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \quad (2.42)$$

$$\text{Hodnotu VK} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů} \quad (2.43)$$

## Prohlášení o výsledku využití diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 30. dubna 2010

Bc. Michal Kočíš  
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:  
Dukelská 6, Rýmařov 795 01

## **Seznam příloh**

Příloha č. 1: Aktiva 2004 – 2008 v tis. Kč

Příloha č. 2: Pasiva 2004 – 2008 v tis. Kč

Příloha č. 3: Výkaz zisku a ztráty 2004 – 2008 v tis. Kč

Příloha č. 4: Vertikální analýza aktiv 2004 – 2008 v tis. Kč

Příloha č. 5: Vertikální analýza pasiv 2004 – 2008 v tis. Kč

Příloha č. 6: Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát 2004 – 2008 v tis. Kč

Příloha č. 7: Horizontální analýza aktiv 2004 – 2008 v tis. Kč

Příloha č. 8: Horizontální analýza pasiv 2004 – 2008 v tis. Kč

Příloha č. 9: Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát 2004 – 2008 v tis. Kč

Příloha č. 1

Rozvaha ke dni 31.12. (tis. Kč)		2004	2005	2006	2007	2008
<b>Aktiva</b>						
<b>A. Aktiva celkem</b>		<b>267 024</b>	<b>282 327</b>	<b>303 900</b>	<b>309 889</b>	<b>305 475</b>
B. Pohledávky za upsaný základní kapitál		0	0	0	0	0
<b>B. Dlouhodobý majetek</b>		<b>110 551</b>	<b>115 283</b>	<b>129 569</b>	<b>152 268</b>	<b>192 769</b>
B. I. Dlouhodobý nehmotný majetek		1 257	1 272	552	284	86
I. 1 Zřizovací výdaje		0	0	0	0	0
2 Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje		0	0	0	0	0
3 Software		1 173	823	250	27	7
4 Ocenitelná práva		0	264	294	253	79
5 Goodwill		0	0	0	0	0
6 Jiný dlouhodobý nehmotný majetek		0	0	0	0	0
7 Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		84	185	8	4	0
8 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek		0	0	0	0	0
B. II. Dlouhodobý hmotný majetek		99 876	98 888	120 644	121 931	107 601
B. II. 1 Pozemky		6 915	14 885	14 768	18 029	18 174
2 Stavby		49 123	46 317	43 710	49 396	46 714
3 Samostatné movité věci a soubory movitých věcí		25 958	21 045	16 626	42 115	32 034
4 Pěstitelské celky trvalých porostů		0	0	0	0	0
5 Základní stádo a tažná zvířata		471	702	472	571	394
6 Jiný dlouhodobý hmotný majetek		172	172	172	172	172
7 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek		1 383	1 525	13 790	651	491
8 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek		733	495	18 734	0	0
9 Oceňovací rozdíly k nabytému majetku		15 121	13 747	12 372	10 997	9 622
B. III. Dlouhodobý finanční majetek		9 418	15 123	8 373	30 053	85 082
B. III. 1 Podíly v ovládaných a řízených osobách		618	618	618	4 368	62 868
2 Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem		0	0	0	0	0
3 Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly		0	5	5	5	5
4 Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv		6 800	14 500	7 750	25 680	18 309
5 Jiný dlouhodobý finanční majetek		2 000	0	0	0	0
6 Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek		0	0	0	0	0
7 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek		0	0	0	0	3 900
<b>C. Oběžná aktiva</b>		<b>147 566</b>	<b>161 690</b>	<b>171 525</b>	<b>156 600</b>	<b>110 994</b>
C. I. Zásoby		33 564	33 505	40 360	52 798	37 415
C. I. 1 Materiál		10 931	8 449	10 961	13 165	8 993
2 Nedokončená výroba a polotovary		8 889	10 787	8 240	19 171	11 455
3 Výrobky		10 915	12 298	18 919	18 608	14 614
4 Zvířata		0	0	0	0	0
5 Zboží		2 829	1 971	2 240	1 854	2 353
6 Poskytnuté zálohy na zásoby		0	0	0	0	0
C. II. Dlouhodobé pohledávky		994	711	618	465	332
II. 1 Pohledávky z obchodních vztahů		994	711	618	465	332
2 Pohledávky - ovládající a řídicí osoba		0	0	0	0	0
3 Pohledávky - podstatný vliv		0	0	0	0	0
4 Pohledávky za společníky, členy družstva, sdružení		0	0	0	0	0
5 Dlouhodobé poskytnuté zálohy		0	0	0	0	0
6 Dohadné účty aktivní		0	0	0	0	0
7 Jiné pohledávky		0	0	0	0	0
8 Oldožená daňová pohledávka		0	0	0	0	0
C. III. Krátkodobé pohledávky		83 252	94 982	89 327	86 644	69 655
III. 1 Pohledávky z obchodních vztahů		70 552	86 217	73 803	80 410	59 542
2 Pohledávky - ovládající a řídicí osoba		0	0	0	0	6 296
3 Pohledávky - podstatný vliv		4 000	0	0	0	0
4 Pohledávky za společníky, členy družstva, sdružení		0	0	0	0	0
5 Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění		0	0	0	0	0
6 Stát - daňové pohledávky		2 377	830	8 799	1 433	1 075
7 Krátkodobé poskytnuté zálohy		381	493	4 958	3 124	1 105
8 Dohadné účty aktivní		1 478	787	0	0	7
9 Jiné pohledávky		4 464	6 565	1 767	1 677	1 630
C. IV. Finanční majetek		29 756	32 582	41 220	16 693	3 592
C. IV. 1 Peníze		624	985	7 489	749	269
2 Účty v bankách		29 132	11 199	33 731	15 944	3 323
3 Krátkodobé cenné papíry a podíly		0	20 398	0	0	0
4 Pořizovaný krátkodobý finanční majetek		0	0	0	0	0
<b>D. I. Časové rozlišení</b>		<b>8 907</b>	<b>5 354</b>	<b>2 806</b>	<b>1 021</b>	<b>1 712</b>
D. I. 1 Náklady příštích období		8 365	4 933	1 641	205	768
2 Komplexní náklady příštích období		0	0	0	0	0
3 Příjmy příštích období		542	421	1 165	816	944

## Příloha č. 2

Rozvaha ke dni 31.12. (tis. Kč)		2004	2005	2006	2007	2008
Pasiva		267 024	282 327	303 900	309 889	305 475
<b>A. I.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>208 768</b>	<b>220 932</b>	<b>215 825</b>	<b>223 016</b>	<b>194 318</b>
A. I.	Základní kapitál	41 600	41 600	41 600	41 600	41 600
1	Základní kapitál	41 600	41 600	41 600	41 600	41 600
2	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0
3	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
A. II.	Kapitálové fondy	116 594	116 594	116 594	116 594	116 594
II.	1 Emisní ážio	3 725	3 725	3 725	3 725	3 725
2	Ostatní kapitálové fondy	112 869	112 869	112 689	112 869	112 869
3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
4	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	9 144	9 209	9 732	9 678	9 900
A. III.	1 Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	8 320	8 320	8 320	8 320	8 320
3	Statutární a ostatní fondy	824	889	1 412	1 358	1 580
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	26 535	34 993	46 169	46 679	51 593
A. IV.	1 Nerozdělený zisk minulých let	24 882	33 340	44 516	45 026	49 940
2	Neuhrazené ztráta minulých let	1 653	1 653	1 653	1 653	1 653
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	14 895	18 536	1 730	8 465	-25 369
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>58 202</b>	<b>61 331</b>	<b>86 460</b>	<b>85 688</b>	<b>110 106</b>
B. I.	Rezervy	0	0	0	0	0
I.	1 Rezervy podle zvláštních předpisů	0	0	0	0	0
2	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0
3	Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
4	Ostatní rezervy	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobé závazky	3 657	3 346	2 850	2 534	12 328
B. II.	1 Závazky z obchodní vztahů	0	0	0	0	0
2	Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0
3	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
4	Závazky ke společníkům, členům družstva, sdružení	0	0	0	0	0
5	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0
6	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
7	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0
8	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0
9	Jiné závazky	0	0	0	0	10 000
10	Odložený daňový závazek	3 657	3 346	2 850	2 534	2 328
B. III.	Krátkodobé závazky	54 545	57 985	57 110	63 144	44 258
B. III.	1 Závazky z obchodních vztahů	40 201	41 548	43 483	45 403	31 082
2	Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	72
3	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
4	Závazky ke společníkům, členům družstva, sdružení	409	200	0	0	0
5	Závazky k zaměstnancům	11 365	13 266	11 631	11 937	10 784
6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 484	1 509	1 416	1 576	1 781
7	Stát - daňové závazky a dotace	371	551	281	395	308
8	Krátkodobé přijaté zálohy	637	525	151	3 618	8
9	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
10	Dohadné účty pasivní	78	386	148	215	223
11	Jiné závazky	0	0	0	0	0
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	26 500	20 010	53 520
B. IV.	1 Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	26 500	20 010	13 520
2	Bankovní úvěry krátkodobé	0	0	0	0	40 000
3	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
<b>C. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>54</b>	<b>64</b>	<b>1 615</b>	<b>1 185</b>	<b>1 051</b>
C. I.	1 Výdaje příštích období	54	64	1 615	1 182	1 048
2	Výnosy příštích období	0	0	0	3	3

## Příloha č. 3

Výkaz zisku a ztráty ke dni 31.12. (tis. Kč)		2004	2005	2006	2007	2008
<b>I.</b>	<b>Tržby za prodej zboží</b>	<b>93 093</b>	<b>100 008</b>	<b>124 565</b>	<b>81 431</b>	<b>63 984</b>
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	88 147	95 158	119 169	78 122	60 539
+	Obchodní marže	4 946	4 850	5 396	3 309	3 445
<b>II.</b>	<b>Výkony</b>	<b>346 417</b>	<b>367 238</b>	<b>347 175</b>	<b>331 719</b>	<b>347 708</b>
<b>II. 1</b>	<b>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</b>	<b>352 231</b>	<b>363 611</b>	<b>343 032</b>	<b>320 965</b>	<b>359 336</b>
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-5 962	3 599	4 074	10 620	-11 710
3	Aktivace	148	28	69	134	82
B.	Výkonová spotřeba	246 074	258 441	270 558	232 258	283 832
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	171 072	194 465	197 472	175 211	196 004
B. 2	Služby	74 972	63 976	73 086	57 047	87 828
+	Přidaná hodnota	105 289	113 647	82 013	102 770	67 321
C.	Osobní náklady	64 747	69 547	61 055	61 134	72 427
C. 1	Mzdové náklady	46 786	49 853	43 688	43 690	51 869
C. 2	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	756	1 536	1 536	1 536	1 536
C. 3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	16 317	17 279	15 087	15 250	18 184
C. 4	Sociální náklady	888	879	744	658	838
D.	Daně a poplatky	1 836	1 470	1 092	1 181	1 109
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	12 277	11 255	10 307	10 512	14 343
<b>III.</b>	<b>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>7 168</b>	<b>1 383</b>	<b>2 719</b>	<b>2 226</b>	<b>595</b>
III 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	6 162	1 020	2 602	2 077	389
2	Tržby z prodeje materiálu	1 006	363	117	149	206
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	6 462	1 184	1 149	1 079	32
F. 1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	5 539	1 080	1 014	951	12
F. 2	Prodaný materiál	923	104	135	128	20
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	-22 970	4 158	4 356	13 307	3 307
IV.	Ostatní provozní výnosy	3 445	3 403	2 123	1 976	2 314
H.	Ostatní provozní náklady	26 997	1 710	3 502	4 861	3 749
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
<b>*</b>	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>26 553</b>	<b>29 109</b>	<b>5 394</b>	<b>14 898</b>	<b>-24 737</b>
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VI 1	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0
VI 2	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
VI 3	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	702	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	573	855	1 181	887	697
N.	Nákladové úroky	490	290	187	1 090	2 072
XI.	Ostatní finanční výnosy	477	769	445	837	5 009
O.	Ostatní finanční náklady	3 592	5 552	3 081	4 194	4 716
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
<b>*</b>	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-3 032</b>	<b>-4 218</b>	<b>-2 344</b>	<b>-3 560</b>	<b>-1 082</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	9 005	6 539	1 348	2 978	-206
Q. 1	- splatná	6 722	6 849	1 844	3 294	0
Q. 2	- odložená	2 283	-310	-496	-316	-206
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	14 516	18 352	1 702	8 360	-25 613
XIII.	Mimořádné výnosy	538	254	71	148	244
R.	Mimořádné náklady	7	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	152	70	43	43	0
S. 1	- splatná	152	70	43	43	0
S. 2	- odložená	0	0	0	0	0
<b>*</b>	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>379</b>	<b>184</b>	<b>28</b>	<b>105</b>	<b>244</b>
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	0	0	0	0
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>14 895</b>	<b>18 536</b>	<b>1 730</b>	<b>8 465</b>	<b>-25 369</b>
<b>****</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>	<b>24 052</b>	<b>25 145</b>	<b>3 121</b>	<b>11 486</b>	<b>-25 575</b>

## Vertikální analýza aktiv

Rozvaha ke dni 31.12. (tis. Kč)		2004	%	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
Aktiva											
<b>A.</b>	<b>Aktiva celkem</b>	<b>267 024</b>	<b>100,00%</b>	<b>282 327</b>	<b>100,00%</b>	<b>303 900</b>	<b>100,00%</b>	<b>309 889</b>	<b>100,00%</b>	<b>305 475</b>	<b>100,00%</b>
B.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>110 551</b>	<b>41,40%</b>	<b>115 283</b>	<b>40,83%</b>	<b>129 569</b>	<b>42,64%</b>	<b>152 268</b>	<b>49,14%</b>	<b>192 769</b>	<b>63,10%</b>
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	1 257	0,47%	1 272	0,45%	552	0,18%	284	0,09%	86	0,03%
I.	1 Zřizovací výdaje	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	2 Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	3 Software	1 173	0,44%	823	0,29%	250	0,08%	27	0,01%	7	0,00%
	4 Ocenitelná práva	0	0,00%	264	0,09%	294	0,10%	253	0,08%	79	0,03%
	5 Goodwill	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	6 Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	7 Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	84	0,03%	185	0,07%	8	0,00%	4	0,00%	0	0,00%
	8 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	99 876	37,40%	98 888	35,03%	120 644	39,70%	121 931	39,35%	107 601	35,22%
B. II.	1 Pozemky	6 915	2,59%	14 885	5,27%	14 768	4,86%	18 029	5,82%	18 174	5,95%
	2 Stavby	49 123	18,40%	46 317	16,41%	43 710	14,38%	49 396	15,94%	46 714	15,29%
	3 Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	25 958	9,72%	21 045	7,45%	16 626	5,47%	42 115	13,59%	32 034	10,49%
	4 Pěstičské celky trvalých porostů	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	5 Základní stádo a tažná zvířata	471	0,18%	702	0,25%	472	0,16%	571	0,18%	394	0,13%
	6 Jiný dlouhodobý hmotný majetek	172	0,06%	172	0,06%	172	0,06%	172	0,06%	172	0,06%
	7 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 383	0,52%	1 525	0,54%	13 790	4,54%	651	0,21%	491	0,16%
	8 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	733	0,27%	495	0,18%	18 734	6,16%	0	0,00%	0	0,00%
	9 Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	15 121	5,66%	13 747	4,87%	12 372	4,07%	10 997	3,55%	9 622	3,15%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	9 418	3,53%	15 123	5,36%	8 373	2,76%	30 053	9,70%	85 082	27,85%
B. III	1 Podíly v ovládaných a řízených osobách	618	0,23%	618	0,22%	618	0,20%	4 368	1,41%	62 868	20,58%
	2 Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	3 Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0,00%	5	0,00%	5	0,00%	5	0,00%	5	0,00%
	4 Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	6 800	2,55%	14 500	5,14%	7 750	2,55%	25 680	8,29%	18 309	5,99%
	5 Jiný dlouhodobý finanční majetek	2 000	0,75%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	6 Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	7 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	3 900	1,28%
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>147 566</b>	<b>55,26%</b>	<b>161 690</b>	<b>57,27%</b>	<b>171 525</b>	<b>56,44%</b>	<b>156 600</b>	<b>50,53%</b>	<b>110 994</b>	<b>36,33%</b>
C. I.	Zásoby	33 564	12,57%	33 505	11,87%	40 360	13,28%	52 798	17,04%	37 415	12,25%
C. I.	1 Materiál	10 931	4,09%	8 449	2,99%	10 961	3,61%	13 165	4,25%	8 993	2,94%
	2 Nedokončená výroba a polotovary	8 889	3,33%	10 787	3,82%	8 240	2,71%	19 171	6,19%	11 455	3,75%
	3 Výrobky	10 915	4,09%	12 298	4,36%	18 919	6,23%	18 608	6,00%	14 614	4,78%
	4 Zvířata	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	5 Zboží	2 829	1,06%	1 971	0,70%	2 240	0,74%	1 854	0,60%	2 353	0,77%
	6 Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	994	0,37%	711	0,25%	618	0,20%	465	0,15%	332	0,11%
II.	1 Pohledávky z obchodních vztahů	994	0,37%	711	0,25%	618	0,20%	465	0,15%	332	0,11%
	2 Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	3 Pohledávky - podstatný vliv	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	4 Pohledávky za společníky, členy družstva, sdružení	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	5 Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	6 Dohadné účty aktivní	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	7 Jiné pohledávky	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	8 Oldožená daňová pohledávka	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
C. III.	Krátkodobé pohledávky	83 252	31,18%	94 982	33,64%	89 327	29,39%	86 644	27,96%	69 655	22,80%
III	1 Pohledávky z obchodních vztahů	70 552	26,42%	86 217	30,54%	73 803	24,29%	80 410	25,95%	59 542	19,49%
	2 Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	6 296	2,06%
	3 Pohledávky - podstatný vliv	4 000	1,50%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	4 Pohledávky za společníky, členy družstva, sdružení	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	5 Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	6 Stát - daňové pohledávky	2 377	0,89%	830	0,29%	8 799	2,90%	1 433	0,46%	1 075	0,35%
	7 Krátkodobé poskytnuté zálohy	381	0,14%	493	0,17%	4 958	1,63%	3 124	1,01%	1 105	0,36%
	8 Dohadné účty aktivní	1 478	0,55%	787	0,28%	0	0,00%	0	0,00%	7	0,00%
	9 Jiné pohledávky	4 464	1,67%	6 565	2,33%	1 767	0,58%	1 677	0,54%	1 630	0,53%
C. IV.	Finanční majetek	29 756	11,14%	32 582	11,54%	41 220	13,56%	16 693	5,39%	3 592	1,18%
C. IV	1 Peníze	624	0,23%	985	0,35%	7 489	2,46%	749	0,24%	269	0,09%
	2 Účty v bankách	29 132	10,91%	11 199	3,97%	33 731	11,10%	15 944	5,15%	3 323	1,09%
	3 Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0,00%	20 398	7,22%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	4 Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>D. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>8 907</b>	<b>3,34%</b>	<b>5 354</b>	<b>1,90%</b>	<b>2 806</b>	<b>0,92%</b>	<b>1 021</b>	<b>0,33%</b>	<b>1 712</b>	<b>0,56%</b>
D. I.	1 Náklady příštích období	8 365	3,13%	4 933	1,75%	1 641	0,54%	205	0,07%	768	0,25%
	2 Komplexní náklady příštích období	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	3 Příjmy příštích období	542	0,20%	421	0,15%	1 165	0,38%	816	0,26%	944	0,31%

## Vertikální analýza pasív

Rozvaha ke dni 31.12. (tis. Kč)		2004	%	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
Pasiva		267 024	100,00%	282 327	100,00%	303 900	100,00%	309 889	100,00%	305 475	100,00%
<b>A. I.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>208 768</b>	<b>78,18%</b>	<b>220 932</b>	<b>78,25%</b>	<b>215 825</b>	<b>71,02%</b>	<b>223 016</b>	<b>71,97%</b>	<b>194 318</b>	<b>63,61%</b>
A. I.	Základní kapitál	41 600	15,58%	41 600	14,73%	41 600	13,69%	41 600	13,42%	41 600	13,62%
1	Základní kapitál	41 600	15,58%	41 600	14,73%	41 600	13,69%	41 600	13,42%	41 600	13,62%
2	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
3	Změny základního kapitálu	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
A. II.	Kapitálové fondy	116 594	43,66%	116 594	41,30%	116 594	38,37%	116 594	37,62%	116 594	38,17%
1	Emisní ážio	3 725	1,40%	3 725	1,32%	3 725	1,23%	3 725	1,20%	3 725	1,22%
2	Ostatní kapitálové fondy	112 869	42,27%	112 869	39,98%	112 869	37,08%	112 869	36,42%	112 869	36,95%
3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
4	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	9 144	3,42%	9 209	3,26%	9 732	3,20%	9 678	3,12%	9 900	3,24%
A. III.	1 Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	8 320	3,12%	8 320	2,95%	8 320	2,74%	8 320	2,68%	8 320	2,72%
3	Statutární a ostatní fondy	824	0,31%	889	0,31%	1 412	0,46%	1 358	0,44%	1 580	0,52%
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	26 535	9,94%	34 993	12,39%	46 169	15,19%	46 679	15,06%	51 593	16,89%
A. IV.	1 Nerozdělený zisk minulých let	24 882	9,32%	33 340	11,81%	44 516	14,65%	45 026	14,53%	49 940	16,35%
2	Neuhrazené ztráty minulých let	1 653	0,62%	1 653	0,59%	1 653	0,54%	1 653	0,53%	1 653	0,54%
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	14 895	5,58%	18 536	6,57%	1 730	0,57%	8 465	2,73%	-25 369	-8,30%
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>58 202</b>	<b>21,80%</b>	<b>61 331</b>	<b>21,72%</b>	<b>86 460</b>	<b>28,45%</b>	<b>85 688</b>	<b>27,65%</b>	<b>110 106</b>	<b>36,04%</b>
B. I.	Rezervy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
I.	1 Rezervy podle zvláštních předpisů	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
3	Rezerva na daň z příjmů	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
4	Ostatní rezervy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
B. II.	Dlouhodobé závazky	3 657	1,37%	3 346	1,19%	2 850	0,94%	2 534	0,82%	12 328	4,04%
B. II.	1 Závazky z obchodní vztahů	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2	Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
3	Závazky - podstatný vliv	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
4	Závazky ke společníkům, členům družstva, sdružení	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
5	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
6	Vydané dluhopisy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
7	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
8	Dohadné účty pasivní	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
9	Jiné závazky	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	10 000	3,27%
10	Odložený daňový závazek	3 657	1,37%	3 346	1,19%	2 850	0,94%	2 534	0,82%	2 328	0,76%
B. III.	Krátkodobé závazky	54 545	20,43%	57 985	20,54%	57 110	18,79%	63 144	20,38%	44 258	14,49%
B. III.	1 Závazky z obchodních vztahů	40 201	15,06%	41 548	14,72%	43 483	14,31%	45 403	14,65%	31 082	10,17%
2	Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	72	0,02%
3	Závazky - podstatný vliv	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
4	Závazky ke společníkům, členům družstva, sdružení	409	0,15%	200	0,07%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
5	Závazky k zaměstnancům	11 365	4,26%	13 266	4,70%	11 631	3,83%	11 937	3,85%	10 784	3,53%
6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 484	0,56%	1 509	0,53%	1 416	0,47%	1 576	0,51%	1 781	0,58%
7	Stát - daňové závazky a dotace	371	0,14%	551	0,20%	281	0,09%	395	0,13%	308	0,10%
8	Krátkodobé přijaté zálohy	637	0,24%	525	0,19%	151	0,05%	3 618	1,17%	8	0,00%
9	Vydané dluhopisy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
10	Dohadné účty pasivní	78	0,03%	386	0,14%	148	0,05%	215	0,07%	223	0,07%
11	Jiné závazky	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0,00%	0	0,00%	26 500	8,72%	20 010	6,46%	53 520	17,52%
B. IV.	1 Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0,00%	0	0,00%	26 500	8,72%	20 010	6,46%	13 520	4,43%
2	Bankovní úvěry krátkodobé	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	40 000	13,09%
3	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>C. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>54</b>	<b>0,02%</b>	<b>64</b>	<b>0,02%</b>	<b>1 615</b>	<b>0,53%</b>	<b>1 185</b>	<b>0,38%</b>	<b>1 051</b>	<b>0,34%</b>
C. I.	1 Výdaje příštích období	54	0,02%	64	0,02%	1 615	0,53%	1 182	0,38%	1 048	0,34%
2	Výnosy příštích období	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	3	0,00%	3	0,00%



## Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

	Výkaz zisku a ztráty ke dni 31.12. (tis. Kč)	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
	Celkové tržby	452 492	100,00%	465 002	100,00%	470 316	100,00%	404 622	100,00%	423 915	100,00%
I.	<b>Tržby za prodej zboží</b>	<b>93 093</b>	<b>20,57%</b>	<b>100 008</b>	<b>21,51%</b>	<b>124 565</b>	<b>26,49%</b>	<b>81 431</b>	<b>20,13%</b>	<b>63 984</b>	<b>15,09%</b>
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	88 147	19,48%	95 158	20,46%	119 169	25,34%	78 122	19,31%	60 539	14,28%
+	Obchodní marže	4 946	1,09%	4 850	1,04%	5 396	1,15%	3 309	0,82%	3 445	0,81%
II.	<b>Výkony</b>	<b>346 417</b>	<b>76,56%</b>	<b>367 238</b>	<b>78,98%</b>	<b>347 175</b>	<b>73,82%</b>	<b>331 719</b>	<b>81,98%</b>	<b>347 708</b>	<b>82,02%</b>
II. 1	<b>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</b>	<b>352 231</b>	<b>77,84%</b>	<b>363 611</b>	<b>78,20%</b>	<b>343 032</b>	<b>72,94%</b>	<b>320 965</b>	<b>79,32%</b>	<b>359 336</b>	<b>84,77%</b>
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-5 962	-1,32%	3 599	0,77%	4 074	0,87%	10 620	2,62%	-11 710	-2,76%
3	Aktivace	148	0,03%	28	0,01%	69	0,01%	134	0,03%	82	0,02%
B.	Výkonová spotřeba	246 074	54,38%	258 441	55,58%	270 558	57,53%	232 258	57,40%	283 832	66,95%
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	171 072	37,81%	194 465	41,82%	197 472	41,99%	175 211	43,30%	196 004	46,24%
B. 2	Služby	74 972	16,57%	63 976	13,76%	73 086	15,54%	57 047	14,10%	87 828	20,72%
+	Přidaná hodnota	105 289	23,27%	113 647	24,44%	82 013	17,44%	102 770	25,40%	67 321	15,88%
C.	Osobní náklady	64 747	14,31%	69 547	14,96%	61 055	12,98%	61 134	15,11%	72 427	17,09%
C. 1	Mzdové náklady	46 786	10,34%	49 853	10,72%	43 688	9,29%	43 690	10,80%	51 869	12,24%
C. 2	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	756	0,17%	1 536	0,33%	1 536	0,33%	1 536	0,38%	1 536	0,36%
C. 3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	16 317	3,61%	17 279	3,72%	15 087	3,21%	15 250	3,77%	18 184	4,29%
C. 4	Sociální náklady	888	0,20%	879	0,19%	744	0,16%	658	0,16%	838	0,20%
D.	Daně a poplatky	1 836	0,41%	1 470	0,32%	1 092	0,23%	1 181	0,29%	1 109	0,26%
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	12 277	2,71%	11 255	2,42%	10 307	2,19%	10 512	2,60%	14 343	3,38%
III.	<b>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>7 168</b>	<b>1,58%</b>	<b>1 383</b>	<b>0,30%</b>	<b>2 719</b>	<b>0,58%</b>	<b>2 226</b>	<b>0,55%</b>	<b>595</b>	<b>0,14%</b>
III 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	6 162	1,36%	1 020	0,22%	2 602	0,55%	2 077	0,51%	389	0,09%
2	Tržby z prodeje materiálu	1 006	0,22%	363	0,08%	117	0,02%	149	0,04%	206	0,05%
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	6 462	1,43%	1 184	0,25%	1 149	0,24%	1 079	0,27%	32	0,01%
F. 1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	5 539	1,22%	1 080	0,23%	1 014	0,22%	951	0,24%	12	0,00%
F. 2	Prodáný materiál	923	0,20%	104	0,02%	135	0,03%	128	0,03%	20	0,00%
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	-22 970	-5,08%	4 158	0,89%	4 356	0,93%	13 307	3,29%	3 307	0,78%
IV.	Ostatní provozní výnosy	3 445	0,76%	3 403	0,73%	2 123	0,45%	1 976	0,49%	2 314	0,55%
H.	Ostatní provozní náklady	28 997	5,97%	1 710	0,37%	3 502	0,74%	4 861	1,20%	3 749	0,88%
V.	Převod provozních výnosů	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
I.	Převod provozních nákladů	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>26 553</b>	<b>5,87%</b>	<b>29 109</b>	<b>6,26%</b>	<b>5 394</b>	<b>1,15%</b>	<b>14 898</b>	<b>3,68%</b>	<b>-24 737</b>	<b>-5,84%</b>
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
J.	Prodáné cenné papíry a podíly	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
V 1	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
V 2	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
V 3	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
K.	Náklady z finančního majetku	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0,00%	0	0,00%	702	0,15%	0	0,00%	0	0,00%
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
X.	Výnosové úroky	573	0,13%	855	0,18%	1 181	0,25%	887	0,22%	697	0,16%
N.	Nákladové úroky	490	0,11%	290	0,06%	187	0,04%	1 090	0,27%	2 072	0,49%
XI.	Ostatní finanční výnosy	477	0,11%	769	0,17%	445	0,09%	837	0,21%	5 009	1,18%
O.	Ostatní finanční náklady	3 592	0,79%	5 552	1,19%	3 081	0,66%	4 194	1,04%	4 716	1,11%
XII.	Převod finančních výnosů	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
P.	Převod finančních nákladů	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-3 032</b>	<b>-0,67%</b>	<b>-4 218</b>	<b>-0,91%</b>	<b>-2 344</b>	<b>-0,50%</b>	<b>-3 560</b>	<b>-0,88%</b>	<b>-1 082</b>	<b>-0,26%</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	9 005	1,99%	6 539	1,41%	1 348	0,29%	2 978	0,74%	-206	-0,05%
Q. 1	- splatná	6 722	1,49%	6 849	1,47%	1 844	0,39%	3 294	0,81%	0	0,00%
Q. 2	- odložená	2 283	0,50%	-310	-0,07%	-496	-0,11%	-316	-0,08%	-206	-0,05%
**	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>14 516</b>	<b>3,21%</b>	<b>18 352</b>	<b>3,95%</b>	<b>1 702</b>	<b>0,36%</b>	<b>8 360</b>	<b>2,07%</b>	<b>-25 613</b>	<b>-6,04%</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	538	0,12%	254	0,05%	71	0,02%	148	0,04%	244	0,06%
R.	Mimořádné náklady	7	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	152	0,03%	70	0,02%	43	0,01%	43	0,01%	0	0,00%
S. 1.	- splatná	152	0,03%	70	0,02%	43	0,01%	43	0,01%	0	0,00%
S. 2.	- odložená	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
*	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>379</b>	<b>0,08%</b>	<b>184</b>	<b>0,04%</b>	<b>28</b>	<b>0,01%</b>	<b>105</b>	<b>0,03%</b>	<b>244</b>	<b>0,06%</b>
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>14 895</b>	<b>3,29%</b>	<b>18 536</b>	<b>3,99%</b>	<b>1 730</b>	<b>0,37%</b>	<b>8 465</b>	<b>2,09%</b>	<b>-25 369</b>	<b>-5,98%</b>
****	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>	<b>24 052</b>	<b>5,32%</b>	<b>25 145</b>	<b>5,41%</b>	<b>3 121</b>	<b>0,66%</b>	<b>11 486</b>	<b>2,84%</b>	<b>-25 575</b>	<b>-6,03%</b>

## Horizontální analýza aktiv

Rozvaha ke dni 31.12. (tis. Kč)		změna 2004/2005		změna 2005/2006		změna 2006/2007		změna 2007/2008	
Aktiva		tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
<b>A.</b>	<b>Aktiva celkem</b>	<b>15 303</b>	<b>5,73%</b>	<b>21 573</b>	<b>7,64%</b>	<b>5 989</b>	<b>1,97%</b>	<b>-4 414</b>	<b>-1,42%</b>
B.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	x	0	x	0	x	0	x
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>4 732</b>	<b>4,28%</b>	<b>14 286</b>	<b>12,39%</b>	<b>22 699</b>	<b>17,52%</b>	<b>40 501</b>	<b>26,60%</b>
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	15	1,19%	-720	-56,60%	-268	-48,55%	-198	-69,72%
I.	1 Zřizovací výdaje	0	x	0	x	0	x	0	x
	2 Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	x	0	x	0	x	0	x
	3 Software	-350	-29,84%	-573	-69,62%	-223	-89,20%	-20	-74,07%
	4 Ocenitelná práva	264	x	30	11,36%	-41	-13,95%	-174	-68,77%
	5 Goodwill	0	x	0	x	0	x	0	x
	6 Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	x	0	x	0	x	0	x
	7 Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	101	120,24%	-177	-95,68%	-4	-50,00%	-4	-100,00%
	8 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	x	0	x	0	x	0	x
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	-988	-0,99%	21 756	22,00%	1 287	1,07%	-14 330	-11,75%
B. II. 1	Pozemky	7 970	115,26%	-117	-0,79%	3 261	22,08%	145	0,80%
	2 Stavby	-2 806	-5,71%	-2 607	-5,63%	5 686	13,01%	-2 682	-5,43%
	3 Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	-4 913	-18,93%	-4 419	-21,00%	25 489	153,31%	-10 081	-23,94%
	4 Pěstelské celky trvalých porostů	0	x	0	x	0	x	0	x
	5 Základní stádo a tažná zvířata	231	49,04%	-230	-32,76%	99	20,97%	-177	-31,00%
	6 Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	7 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	142	10,27%	12 265	804,26%	-13 139	-95,28%	-160	-24,58%
	8 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	-238	-32,47%	18 239	3684,65%	-18 734	-100,00%	0	x
	9 Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	-1 374	-9,09%	-1 375	-10,00%	-1 375	-11,11%	-1 375	-12,50%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	5 705	60,58%	-6 750	-44,63%	21 680	258,93%	55 029	183,11%
B. III. 1	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0,00%	0	0,00%	3 750	606,80%	58 500	1339,29%
	2 Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	x	0	x	0	x	0	x
	3 Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	5	x	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	4 Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný	7 700	113,24%	-6 750	-46,55%	17 930	231,35%	-7 371	-28,70%
	5 Jiný dlouhodobý finanční majetek	-2 000	-100,00%	0	x	0	x	0	x
	6 Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	x	0	x	0	x	0	x
	7 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	x	0	x	0	x	3 900	x
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>14 124</b>	<b>9,57%</b>	<b>9 835</b>	<b>6,08%</b>	<b>-14 925</b>	<b>-8,70%</b>	<b>-45 606</b>	<b>-29,12%</b>
C. I.	Zásoby	-59	-0,18%	6 855	20,46%	12 438	30,82%	-15 383	-29,14%
C. I. 1	Materiál	-2 482	-22,71%	2 512	29,73%	2 204	20,11%	-4 172	-31,69%
	2 Nedokončená výroba a polotovary	1 898	21,35%	-2 547	-23,61%	10 931	132,66%	-7 716	-40,25%
	3 Výrobky	1 383	12,67%	6 621	53,84%	-311	-1,64%	-3 994	-21,46%
	4 Zvířata	0	x	0	x	0	x	0	x
	5 Zboží	-858	-30,33%	269	13,65%	-386	-17,23%	499	26,91%
	6 Poskytnuté zálohy na zásoby	0	x	0	x	0	x	0	x
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	-283	-28,47%	-93	-13,08%	-153	-24,76%	-133	-28,60%
II. 1	Pohledávky z obchodních vztahů	-283	-28,47%	-93	-13,08%	-153	-24,76%	-133	-28,60%
	2 Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	x	0	x	0	x	0	x
	3 Pohledávky - podstatný vliv	0	x	0	x	0	x	0	x
	4 Pohledávky za společníky, členy družstva, sdružení	0	x	0	x	0	x	0	x
	5 Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	x	0	x	0	x	0	x
	6 Dohadné účty aktivní	0	x	0	x	0	x	0	x
	7 Jiné pohledávky	0	x	0	x	0	x	0	x
	8 Oldožená daňová pohledávka	0	x	0	x	0	x	0	x
C. III.	Krátkodobé pohledávky	11 730	14,09%	-5 655	-5,95%	-2 683	-3,00%	-16 989	-19,61%
III 1	Pohledávky z obchodních vztahů	15 665	22,20%	-12 414	-14,40%	6 607	8,95%	-20 868	-25,95%
	2 Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	x	0	x	0	x	6 296	x
	3 Pohledávky - podstatný vliv	-4 000	-100,00%	0	x	0	x	0	x
	4 Pohledávky za společníky, členy družstva, sdružení	0	x	0	x	0	x	0	x
	5 Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	x	0	x	0	x	0	x
	6 Stát - daňové pohledávky	-1 547	-65,08%	7 969	960,12%	-7 366	-83,71%	-358	-24,98%
	7 Krátkodobé poskytnuté zálohy	112	29,40%	4 465	905,68%	-1 834	-36,99%	-2 019	-64,63%
	8 Dohadné účty aktivní	-691	-46,75%	-787	-100,00%	0	x	7	x
	9 Jiné pohledávky	2 101	47,07%	-4 798	-73,08%	-90	-5,09%	-47	-2,80%
C. IV.	Finanční majetek	2 826	9,50%	8 638	26,51%	-24 527	-59,50%	-13 101	-78,48%
C. IV. 1	Peníze	361	57,85%	6 504	660,30%	-6 740	-90,00%	-480	-64,09%
	2 Účty v bankách	-17 933	-61,56%	22 532	201,20%	-17 787	-52,73%	-12 621	-79,16%
	3 Krátkodobé cenné papíry a podíly	20 398	x	-20 398	-100,00%	0	x	0	x
	4 Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	x	0	x	0	x	0	x
<b>D. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>-3 553</b>	<b>-39,89%</b>	<b>-2 548</b>	<b>-47,59%</b>	<b>-1 785</b>	<b>-63,61%</b>	<b>691</b>	<b>67,68%</b>
D. I. 1	Náklady příštích období	-3 432	-41,03%	-3 292	-66,73%	-1 436	-87,51%	563	274,63%
	2 Komplexní náklady příštích období	0	x	0	x	0	x	0	x
	3 Příjmy příštích období	-121	-22,32%	744	176,72%	-349	-29,96%	128	15,69%

## Horizontální analýza pasiv

Rozvaha ke dni 31.12. (tis. Kč)		změna 2004/2005		změna 2005/2006		změna 2006/2007		změna 2007/2008	
		tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
<b>Pasiva celkem</b>		<b>15 303</b>	<b>5,73%</b>	<b>21 573</b>	<b>7,64%</b>	<b>5 989</b>	<b>1,97%</b>	<b>-4 414</b>	<b>-1,42%</b>
<b>A. I. Vlastní kapitál</b>		<b>12 164</b>	<b>5,83%</b>	<b>-5 107</b>	<b>-2,31%</b>	<b>7 191</b>	<b>3,33%</b>	<b>-28 698</b>	<b>-12,87%</b>
A. I. Základní kapitál		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
1 Základní kapitál		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2 Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly		0	x	0	x	0	x	0	x
3 Změny základního kapitálu		0	x	0	x	0	x	0	x
A. II. Kapitálové fondy		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
II. 1 Emisní ážio		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
2 Ostatní kapitálové fondy		0	0,00%	-180	-0,16%	180	0,16%	0	0,00%
3 Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků		0	x	0	x	0	x	0	x
4 Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách		0	x	0	x	0	x	0	x
A. III. Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku		65	0,71%	523	5,68%	-54	-0,55%	222	2,29%
A. III. 1 Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
3 Statutární a ostatní fondy		65	7,89%	523	58,83%	-54	-3,82%	222	16,35%
A. IV. Výsledek hospodaření minulých let		8 458	31,87%	11 176	31,94%	510	1,10%	4 914	10,53%
A. IV. 1 Nerozdělený zisk minulých let		8 458	33,99%	11 176	33,52%	510	1,15%	4 914	10,91%
2 Neuhrazené ztráty minulých let		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
A. V. Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)		3 641	24,44%	-16 806	-90,67%	6 735	389,31%	-33 834	-399,69%
<b>B. Cizí zdroje</b>		<b>3 129</b>	<b>5,38%</b>	<b>25 129</b>	<b>40,97%</b>	<b>-772</b>	<b>-0,89%</b>	<b>24 418</b>	<b>28,50%</b>
B. I. Rezervy		0	x	0	x	0	x	0	x
I. 1 Rezervy podle zvláštních předpisů		0	x	0	x	0	x	0	x
2 Rezerva na důchody a podobné závazky		0	x	0	x	0	x	0	x
3 Rezerva na daň z příjmů		0	x	0	x	0	x	0	x
4 Ostatní rezervy		0	x	0	x	0	x	0	x
B. II. Dlouhodobé závazky		-311	-8,50%	-496	-14,82%	-316	-11,09%	9 794	386,50%
B. II. 1 Závazky z obchodní vztahů		0	x	0	x	0	x	0	x
2 Závazky - ovládající a řídicí osoba		0	x	0	x	0	x	0	x
3 Závazky - podstatný vliv		0	x	0	x	0	x	0	x
4 Závazky ke společníkům, členům družstva, sdružení		0	x	0	x	0	x	0	x
5 Dlouhodobé přijaté zálohy		0	x	0	x	0	x	0	x
6 Vydané dluhopisy		0	x	0	x	0	x	0	x
7 Dlouhodobé směnky k úhradě		0	x	0	x	0	x	0	x
8 Dohadné účty pasivní		0	x	0	x	0	x	0	x
9 Jiné závazky		0	x	0	x	0	x	10 000	x
# Odložený daňový závazek		-311	-8,50%	-496	-14,82%	-316	-11,09%	-206	-8,13%
B. III. Krátkodobé závazky		3 440	6,31%	-875	-1,51%	6 034	10,57%	-18 886	-29,91%
B. III. 1 Závazky z obchodních vztahů		1 347	3,35%	1 935	4,66%	1 920	4,42%	-14 321	-31,54%
2 Závazky - ovládající a řídicí osoba		0	x	0	x	0	x	72	x
3 Závazky - podstatný vliv		0	x	0	x	0	x	0	x
4 Závazky ke společníkům, členům družstva, sdružení		-209	-51,10%	-200	-100,00%	0	x	0	x
5 Závazky k zaměstnancům		1 901	16,73%	-1 635	-12,32%	306	2,63%	-1 153	-9,66%
6 Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění		25	1,68%	-93	-6,16%	160	11,30%	205	13,01%
7 Stát - daňové závazky a dotace		180	48,52%	-270	-49,00%	114	40,57%	-87	-22,03%
8 Krátkodobé přijaté zálohy		-112	-17,58%	-374	-71,24%	3 467	2296,03%	-3 610	-99,78%
9 Vydané dluhopisy		0	x	0	x	0	x	0	x
# Dohadné účty pasivní		308	394,87%	-238	-61,66%	67	45,27%	8	3,72%
# Jiné závazky		0	x	0	x	0	x	0	x
B. IV. Bankovní úvěry a výpomoci		0	x	26 500	x	-6 490	-24,49%	33 510	167,47%
B. IV. 1 Bankovní úvěry dlouhodobé		0	x	26 500	x	-6 490	-24,49%	-6 490	-32,43%
2 Bankovní úvěry krátkodobé		0	x	0	x	0	x	40 000	x
3 Krátkodobé finanční výpomoci		0	x	0	x	0	x	0	x
<b>C. I. Časové rozlišení</b>		<b>10</b>	<b>18,52%</b>	<b>1 551</b>	<b>2423,44%</b>	<b>-430</b>	<b>-26,63%</b>	<b>-134</b>	<b>-11,31%</b>
C. I. 1 Výdaje příštích období		10	18,52%	1 551	2423,44%	-433	-26,81%	-134	-11,34%
2 Výnosy příštích období		0	x	0	x	3	x	0	0,00%

## Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát

Výkaz zisku a ztráty ke dni 31.12. (tis. Kč)	změna 2004/2005		změna 2005/2006		změna 2006/2007		změna 2007/2008	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
<b>I. Tržby za prodej zboží</b>	6 915	7,43%	24 557	24,56%	-43 134	-34,63%	-17 447	-21,43%
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	7 011	7,95%	24 011	25,23%	-41 047	-34,44%	-17 583	-22,51%
+ Obchodní marže	-96	-1,94%	546	11,26%	-2 087	-38,68%	136	4,11%
<b>II. Výkony</b>	20 821	6,01%	-20 063	-5,46%	-15 456	-4,45%	15 989	4,82%
<b>II. 1 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</b>	11 380	3,23%	-20 579	-5,66%	-22 067	-6,43%	38 371	11,95%
2 Změna stavu zásob vlastní činnosti	9 561	-160,37%	475	13,20%	6 546	160,68%	-22 330	-210,26%
3 Aktivace	-120	-81,08%	41	146,43%	65	94,20%	-52	-38,81%
B. Výkonová spotřeba	12 367	5,03%	12 117	4,69%	-38 300	-14,16%	51 574	22,21%
B. 1 Spotřeba materiálu a energie	23 393	13,67%	3 007	1,55%	-22 261	-11,27%	20 793	11,87%
B. 2 Služby	-10 996	-14,67%	9 110	14,24%	-16 039	-21,95%	30 781	53,96%
+ Přidaná hodnota	8 358	7,94%	-31 634	-27,84%	20 757	25,31%	-35 449	-34,49%
C. Osobní náklady	4 800	7,41%	-8 492	-12,21%	79	0,13%	11 293	18,47%
C. 1 Mzdové náklady	3 067	6,56%	-6 165	-12,37%	2	0,00%	8 179	18,72%
C. 2 Odměny členům orgánů společnosti a družstva	780	103,17%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
C. 3 Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	962	5,90%	-2 192	-12,69%	163	1,08%	2 934	19,24%
C. 4 Sociální náklady	-9	-1,01%	-135	-15,36%	-86	-11,56%	180	27,36%
D. Daně a poplatky	-366	-19,93%	-378	-25,71%	89	8,15%	-72	-6,10%
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-1 022	-8,32%	-948	-8,42%	205	1,99%	3 831	36,44%
<b>III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	-5 785	-80,71%	1 336	96,60%	-493	-18,13%	-1 631	-73,27%
III 1 Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-5 142	-83,45%	1 582	155,10%	-525	-20,18%	-1 688	-81,27%
2 Tržby z prodeje materiálu	-643	-63,92%	-246	-67,77%	32	27,35%	57	38,26%
F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	-5 278	-81,68%	-35	-2,96%	-70	-6,09%	-1 047	-97,03%
F. 1 Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	-4 459	-80,50%	-66	-6,11%	-63	-6,21%	-939	-98,74%
F. 2 Prodaný materiál	-819	-88,73%	31	29,81%	-7	-5,19%	-108	-84,38%
G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	27 128	-118,10%	198	4,76%	8 951	205,49%	-10 000	-75,15%
IV. Ostatní provozní výnosy	-42	-1,22%	-1 280	-37,61%	-147	-6,92%	338	17,11%
H. Ostatní provozní náklady	-25 287	-93,67%	1 792	104,80%	1 359	38,81%	-1 112	-22,88%
V. Převod provozních výnosů	0	x	0	x	0	x	0	x
I. Převod provozních nákladů	0	x	0	x	0	x	0	x
<b>* Provozní výsledek hospodaření</b>	2 556	9,63%	-23 715	-81,47%	9 504	176,20%	-39 635	-266,04%
VI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	x	0	x	0	x	0	x
J. Prodané cenné papíry a podíly	0	x	0	x	0	x	0	x
VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	x	0	x	0	x	0	x
V 1 Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách	0	x	0	x	0	x	0	x
V 2 Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	x	0	x	0	x	0	x
V 3 Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	x	0	x	0	x	0	x
VIII. Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	x	0	x	0	x	0	x
K. Náklady z finančního majetku	0	x	0	x	0	x	0	x
IX. Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	x	0	x	0	x	0	x
L. Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	x	702	x	-702	-100,00%	0	x
M. Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	x	0	x	0	x	0	x
X. Výnosové úroky	282	49,21%	326	38,13%	-294	-24,89%	-190	-21,42%
N. Nákladové úroky	-200	-40,82%	-103	-35,52%	903	482,89%	982	90,09%
XI. Ostatní finanční výnosy	292	61,22%	-324	-42,13%	392	88,09%	4 172	498,45%
O. Ostatní finanční náklady	1 960	54,57%	-2 471	-44,51%	1 113	36,12%	522	12,45%
XII. Převod finančních výnosů	0	x	0	x	0	x	0	x
P. Převod finančních nákladů	0	x	0	x	0	x	0	x
<b>* Finanční výsledek hospodaření</b>	-1 186	39,12%	1 874	-44,43%	-1 216	51,88%	2 478	-69,61%
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	-2 466	-27,38%	-5 191	-79,39%	1 630	120,92%	-3 184	-106,92%
Q. 1 - splatná	127	1,89%	-5 005	-73,08%	1 450	78,63%	-3 294	-100,00%
Q. 2 - odložená	-2 593	-113,58%	-186	60,00%	180	-36,29%	110	-34,81%
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost	3 836	26,43%	-16 650	-90,73%	6 658	391,19%	-33 973	-406,38%
XIII. Mimořádné výnosy	-284	-52,79%	-183	-72,05%	77	108,45%	96	64,86%
R. Mimořádné náklady	-7	-100,00%	0	x	0	x	0	x
S. Daň z příjmů z mimořádné činnosti	-82	-53,95%	-27	-38,57%	0	0,00%	-43	-100,00%
S. 1 - splatná	-82	-53,95%	-27	-38,57%	0	0,00%	-43	-100,00%
S. 2 - odložená	0	xx	0	x	0	x	0	x
<b>* Mimořádný výsledek hospodaření</b>	-195	-51,45%	-156	-84,78%	77	275,00%	139	132,38%
T. Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	x	0	x	0	x	0	x
<b>*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	3 641	24,44%	-16 806	-90,67%	6 735	389,31%	-33 834	-399,69%
<b>**** Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>	1 093	4,54%	-22 024	-87,59%	8 365	268,02%	-37 061	-322,66%